

DISERTASI

**PENGARUH FUNDAMENTAL MAKRO, KINERJA KEUANGAN,
DAN PERTUMBUHAN PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN
DIVIDEN DAN NILAI PERUSAHAAN
(STUDI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG
TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA)**

**THE EFFECT OF MACRO FUNDAMENTAL, FINANCIAL
PERFORMANCE, AND COMPANY GROWTH ON DIVIDEND
POLICY AND FIRM VALUE: A STUDY ON MANUFACTURING
COMPANIES LISTED ON THE INDONESIA STOCK EXCHANGE**

**NASRUN JULYARMAN
A013171015**



**PROGRAM STUDI DOKTOR ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2022**

DISERTASI

**PENGARUH FUNDAMENTAL MAKRO, KINERJA KEUANGAN,
DAN PERTUMBUHAN PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN
DIVIDEN DAN NILAI PERUSAHAAN
(STUDI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG
TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA)**

Sebagai Salah Satu syarat untuk Mencapai Gelar Doktor

Program Studi

Ilmu Ekonomi

**NASRUN JULYARMAN
A013171015**

**PROGRAM STUDI DOKTOR ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2022**

DISERTASI

PENGARUH FUNDAMENTAL MAKRO, KINERJA KEUANGAN, DAN PERTUMBUHAN PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DAN NILAI PERUSAHAAN (STUDI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA)

Disusun dan diajukan oleh

NASRUN JULYARMAN
A013171015


Telah dipertahankan dihadapan Panitia Ujian yang dibentuk
dalam rangka penyelesaian Studi Program Doktor Ilmu Ekonomi
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin
pada tanggal **26 Desember 2022**
dan dinyatakan telah memenuhi syarat kelulusan

Menyetujui,


Promotor


Prof. Dr. H. Muhammad Ali, SE., MS
NIP. 196103241987021001

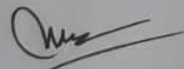
Kopromotor 1


Dr. Hj. Nurdjanah Hamid, SE., M.Agr
NIP. 1960005031986012001


Kopromotor 2


Prof. Dr. Muhammad Yunus Amar, SE., MT., CPIM
NIP. 1962043001988101001

Ketua Program Studi
Doktor Ilmu Ekonomi


Dr. Madris, SE., DPS., M.Si
NIP.19601231 1988111002

Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Hasanuddin


Prof. Dr. Abd. Rahman Kadir, SE., M.Si
NIP. 19640205 1988101001

PERNYATAAN KEASLIAN PENELITIAN

Yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Nasrun Julyarman

NIM : A013171015

Program Studi : Ilmu Ekonomi

Menyatakan dengan sebenar-benarnya bahwa disertasi yang berjudul

Pengaruh Fundamental Makro, Kinerja Keuangan, dan Pertumbuhan
Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan (Studi pada
Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)

adalah karya ilmiah saya sendiri dan sepanjang pengetahuan saya di dalam naskah disertasi ini tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan/ditulis/diterbitkan sebelumnya, kecuali yang secara tertulis dikutip dalam naskah ini dan disebutkan dalam sumber kutipan dan daftar pustaka.

Apabila di kemudian hari ternyata di dalam naskah disertasi ini dapat dibuktikan terdapat unsur-unsur jiplakan, saya bersedia menerima sanksi atas perbuatan tersebut dan diproses sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku (UU No. 22 Tahun 2003, Pasal 25 ayat 2 dan pasal 70).



Makassar, Desember 2022

Yang membuat pernyataan,

Nasrun Julyarman

KATA PENGANTAR

Assalamualaikum Warahmatullahi Wabarakatuh

Syukur alhamdulillah penulis panjatkan kehadiran Allah SWT, atas petunjuk dan karunia yang diberikan kepada penulis sehingga dapat menyelesaikan disertasi ini.

Penyusunan hasil penelitian ini merupakan perjalanan panjang penulis lalui dalam rangka merampungkan penyelesaian studi melalui sebuah penelitian yang berjudul **“Pengaruh Fundamental Makro, Kinerja Keuangan dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)”**. Penulis menyadari banyak hambatan yang dihadapi dalam penyusunannya, namun berkat kehendak ALLAH SWT sehingga penulis berhasil menyelesaikan penyusunan hasil penelitian ini. Oleh karena itu, dengan penuh kerendahan hati, pada kesempatan ini patutlah kiranya penulis mengucapkan terima kasih banyak kepada: **Bapak Promotor Prof. Dr. H. Muhammad Ali, SE., MS dan Ibu Ko Promotor 1 Dr. Nurdjanah Hamid, SE., M.Agr serta Ko Promotor 2 Bapak Prof. Dr. Muhammad Yunus Amar, SE. MT., CPIM** atas bimbingan dan dukungan ide-ide, kesediaan waktu, masukan dan saran mulai dari rencana penelitian hingga hasil penelitian ini terselesaikan. Kepada penilai eksternal **Prof. Dr. Masdar Mas’ud, SE., M.Si** dan Tim Penguji Penilai Internal yang senantiasa memberikan masukan dan arahan kepada penulis, **kepada Bapak Prof. Dr. Nurdin Brasit, SE., M.Si; Bapak Prof. Dr. Syamsu Alam, SE., M.Si; Ibu Dr. Erlina Pakki, SE., MA; Bapak Dr. Mursalim Nohong, SE., M.Si;**

Ibu Dr. Nur Dwiana Sari Saudi, SE., M.Si yang senantiasa mengarahkan penulis dalam penyusunan disertasi ini.

Selain itu, pihak-pihak lain juga banyak memberikan dukungan kepada penulis dalam berbagai cara dan bentuk dukungan, sehingga patut untuk memberikan penghargaan dan ucapan terima kasih kepada yang terhormat:

1. Rektor Universitas Hasanuddin Prof. Dr. Ir. Jamaluddin Jompa, M.Sc.
2. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin Bapak Prof. Dr. Abdul Rahman Kadir, SE., M.Si., CIPM, CWM, CRA, CRP dan seluruh jajaran Fakultas Ekonomi dan Bisnis.
3. Ketua Program Studi Doktor (S3) Ilmu Ekonomi bapak Dr. Madris, SE., M.Si.
4. Seluruh Dosen pengajar dan staf Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Hasanuddin atas bimbingan dan bantuan selama proses perkuliahan hingga penulisan disertasi.
5. Rektor Universitas Andi Djemma Palopo Dr. Annas Boceng., M.Si., beserta jajaran atas dukungannya selama penulis menempuh pendidikan program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Hasanuddin.
6. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Andi Djemma Palopo Ibu Nurjannah, SE., M.Si beserta jajarannya.
7. Penghargaan dan terima kasih yang setulus-tulusnya kepada orang tua tercinta kepada Ayahanda **Raden Amar, SP (Alm)** yang telah berpulang di saat saya tengah menjalani proses pendidikan di Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Hasanuddin. Ibunda saya tercinta **Rahmatia. R** yang telah mencurahkan segenap cinta dan doa yang tulus, pengorbanan tiada henti yang takkan mungkin saya balas dengan apapun. Ayah mertua **Abdullah Beta Dg. Eppe (alm)** dan Ibu mertua saya tercinta **Zaenab L Kr.**

Karaeng atas perhatian dan doa yang tulus diberikan kepada saya, serta istri saya tercinta **Dr. Asriana Abdullah, S.Si., S.Pd., M.Kes** yang dengan kesabaran dan keikhlasan selama ini dan mencurahkan perhatian dan kasih sayangnya tanpa kenal lelah. Semoga Allah SWT selalu melimpahkan rahmat, kesehatan, karunia, dan keberkahan di dunia dan di akhirat atas baik budi yang telah di berikan kepada penulis.

8. Keluarga Tercinta Prof. Dr. Andi Muhammad Sofyan, SH., MH yang senantiasa memberikan semangat dan tekad untuk terus maju dan berusaha. Kepada Patta Muli, Patta Ti'no, Patta Tarang, Patta Pati, Ma' Cut, Hj. Surya Syamsiah, Hj. Subaedah, Om Mulyadji, Ma Ical, dan keluarga yang tidak bisa disebutkan satu per satu.
9. Ucapan tidak terhingga saya ucapkan kepada saudara-saudaraku tercinta Charisma Ekawaty, SE., M.Ak; Beryaldi Agam, S.Pi., M.Si; Muhammad Ali Aksan S.Gz; Fauziah Rarachidaman; Muchlis Siraju, S.Pt terima kasih banyak atas perhatian, dukungan dan doa yang tak henti-hentinya diberikan kepada penulis serta Kakak-Kakak Iparku: Fatmawati Abdullah, S.KM, Rahmawati Abdullah, SH., M.Kn, Dr. Mirawati Abdullah, M.Pd, Muh. Arief Abdullah, SE, Agustianita Abdullah, SE, Megawati Abdullah, SE, Dr. Muhammad Nur Abdullah, M.Pd., Kak Didi, Kak Gassing, Kak Aru, Opu Queen, Ummi Ucu.
10. Anak-anakku A. Fatimah Azzahrah Asfah, A. Muh. Zulkifli Karim dan A. Siti Maryam Mappa yang dengan kesabaran dan doa kepada penulis serta keponakan-keponakanku yang tersayang: Nurul Aira, Airin, Yuda, Atqan, Zein, Difa Arum Maharani, Muh. Fauzan Ilham Ikhsan Abbas, Bagus Wirajati Kusuma, A.Queenza Salsabila, Aiman Atqori, Fadia, Ahmad Yusuf Putra

Nurif, Amirul Mukminin, Baim, Pangeran Kholid, Muh. Faiz, terima kasih atas doa dan dukungan kepada penulis.

11. Segenap staf Administrasi Program Doktor Ilmu Ekonomi Unhas.
12. Teman-teman seperjuangan program doktor Ilmu Ekonomi Tahun 2017. Semangatnya dalam menempuh pendidikan bersama sangat luar biasa dengan berbagai tantangan yang kita lalui bersama.
13. Bapak Dr. Andi Mappatempo, SE., M.Si yang selama ini mendampingi penulis melakukan pengolahan data.
14. Semua Pihak yang tidak bisa disebutkan namanya satu persatu yang turut membantu serta menyumbangkan pemikirannya kepada penulis dalam menyelesaikan disertasi.

Penulis menyadari bahwa disertasi ini masih memiliki keterbatasan, oleh karena itu, masukan, kritik, dan saran senantiasa diharapkan dari berbagai pihak.

Akhirnya kepada Allah SWT kami bermunajab dan berdoa semoga segala usaha dan kerja keras penulis dalam proses penyusunan dan penyelesaian disertasi ini senantiasa tercerahkan sehingga dapat menghasilkan karya yang bermanfaat bagi kemaslahatan manusia, bagi pengembangan ilmu pengetahuan dan bernilai ibadah di sisi Allah SWT.

Walaikum salam Warahmatullahi Wabarakatuh

Makassar, Agustus 2022

Penulis

ABSTRAK

NASRUN JULYARMAN. *Pengaruh Fundamental Makro, Kinerja Keuangan, dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan: Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia* (dibimbing oleh Muhammad All, Nurdjanah Hamid, dan Muhammad Yunus Amar).

Penelitian ini bertujuan (1) menganalisis pengaruh fundamental makro, kinerja keuangan, dan pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan dan (2) menganalisis pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif untuk menguji tingkat pengaruh antarvariabel eksogen terhadap variabel endogen. Populasi adalah perusahaan manufaktur periode 2012 - 2019, dengan pengamatan sebanyak 168. Pengambilan data bersumber dari Bursa Efek Indonesia berupa laporan keuangan, *annual report*, dan *sustainability report* perusahaan manufaktur. Jenis data yang digunakan adalah data sekunder. Data dianalisis menggunakan *structural equation model* (SEM). Hasil penelitian menunjukkan bahwa fundamental makro berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan. Kinerja keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan. Pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, namun tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Fundamental makro dan pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen. Kinerja keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen.

Kata kunci: fundamental makro, kinerja keuangan, pertumbuhan perusahaan, kebijakan dividen dan nilai perusahaan



ABSTRACT

NASRUN JULYARMAN. *The Effect of Macro Fundamentals, Financial Performance, and Company Growth on Dividend Policy and Firm Value: A Study on Manufacturing Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange* (supervised by Muhammad Ali, Nurdjanah Hamid, and Muhammad Yunus Amar)

This study aims to (1) analyze the effect of macro fundamentals, financial performance and company growth on dividend policy and firm value and (2) to analyze the effect of dividend policy on firm value. This research is a quantitative study to examine the level of effect among exogenous variables on endogenous variables. The populations are manufacturing companies for the period of 2012-2019, consisting of 168 observations. The data were collected from the Indonesia Stock Exchange in the form of financial reports, annual reports, and sustainability reports of manufacturing companies. The type of data used is secondary data. The analysis technique uses Structural Equation Model (SEM). The results of this study indicate that macro fundamentals have a negative and significant effect on dividend policy and firm value. Financial performance has a positive and significant effect on dividend policy and firm value. Company growth has a negative and significant effect on dividend policy, but it does not significantly affect firm value. Dividend policy has a positive and significant effect on firm value. Macro fundamentals and firm growth have no significant effect on firm value through dividend policy. Financial performance has a positive and significant effect on firm value through dividend policy.

Keywords: macro fundamentals, financial performance, company growth, dividend policy and company value



DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL	i
HALAMAN JUDUL	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
HALAMAN PERNYATAAN KEASLIAN PENELITIAN	iv
KATA PENGANTAR	v
ABSTRAK	ix
ABSTRACT	x
DAFTAR ISI	xi
DAFTAR GAMBAR	xiv
DAFTAR TABEL	xv
DAFTAR LAMPIRAN	xvii
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Perumusan Masalah	19
1.3. Tujuan Penelitian	20
1.4. Manfaat Penelitian	21
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	23
2.1. Sejarah Bursa Efek Indonesia (BEI)	23
2.2. Visi dan Misi Bursa Efek Indonesia	25
2.3. Struktur Organisasi Bursa Efek Indonesia	25
2.4. <i>Job Description</i> Bursa Efek Indonesia (BEI)	27
2.5. Pengembangan Model Teoritis dan Empiris	35
2.6. Hubungan Antarvariabel	65

BAB III KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS	80
3.1. Kerangka Konseptual	80
3.2. Hipotesis	89
BAB IV METODE PENELITIAN	91
4.1. Rancangan Penelitian	91
4.2. Populasi dan Sampel	91
4.3. Jenis dan Sumber Data	99
4.4. Metode dan Analisis Data	100
4.5. Definisi Operasional Variabel	109
BAB V HASIL PENELITIAN	115
5.1. Deskripsi Variabel Penelitian	115
5.2. Analisis Model	135
BAB VI PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN	152
6.1. Pengaruh Fundamental Makro terhadap Kebijakan Dividen	152
6.2. Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Kebijakan Dividen	154
6.3. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen	156
6.4. Pengaruh Fundamental Makro terhadap Nilai Perusahaan	158
6.5. Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan	159
6.6. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan	160
6.7. Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan	162
6.8. Pengaruh Fundamental Makro terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Dividen	163
6.9. Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Dividen	165
6.10. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan	

Melalui Kebijakan Dividen	167
BAB VII PENUTUP	169
7.1. Simpulan	169
7.2. Implikasi	171
7.3. Keterbatasan	173
7.4. Saran	173
DAFTAR PUSTAKA	174

DAFTAR GAMBAR

Gambar 3.1. Kerangka Konsep Penelitian	86
Gambar 4.1. Sub struktur -1. Hubungan Kausal X_1 , X_2 , X_3 , terhadap Y_1	102
Gambar 4.2. Sub struktur -2. Hubungan Kausal X_1 , X_2 , X_3 , terhadap Y_2	103
Gambar 4.3. Sub struktur -3. Hubungan Kausal X_1 , X_2 , X_3 , dan Y_1 terhadap Y_2	104
Gambar 5.1. Hasil Inner Model (<i>Original Sample Estimate</i>).....	143

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1. Jumlah Perusahaan Manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia 2012-2019	2
Tabel 1.2. Perkembangan Indikator Ekonomi Tahun 2012-2019	8
Tabel 1.3. Rata-rata Pembagian Dividen, IHSG, Transaksi Saham di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2019	10
Tabel 2.1. Periode Bursa Efek Indonesia	23
Tabel 4.1. Perusahaan Sampel Penelitian	98
Tabel 4.2. Pengaruh langsung dan tidak langsung FM, KK, PP terhadap Tobin's q yang dimediasi oleh kebijakan dividen	105
Tabel 4.3. Uji Kesesuaian Model	109
Tabel 5.1. Deskripsi Indikator Inflasi (Inf)	115
Tabel 5.2. Deskripsi Indikator Nilai Tukar (NT)	116
Tabel 5.3. Deskripsi Indikator Suku Bunga (SB)	117
Tabel 5.4. Deskripsi Indikator <i>Return On Assets</i> (ROA)	119
Tabel 5.5. Deskripsi Indikator <i>Debt to Equity Ratio</i> (DER)	120
Tabel 5.6. Deskripsi Indikator <i>Gross Profit Margin</i> (GPM)	122
Tabel 5.7. Deskripsi Indikator Pertumbuhan Penjualan (PP)	123
Tabel 5.8. Deskripsi Indikator Pertumbuhan Aset (PA)	125
Tabel 5.9. Deskripsi Indikator <i>Dividend Payout Ratio</i> (DPR)	127
Tabel 5.10. Deskripsi Indikator <i>Dividend Yield</i> (DY)	128
Tabel 5.11. Deskripsi Indikator Tobin's Q	130
Tabel 5.12. Deskripsi Indikator <i>Earning Per Share</i> (EPS).....	131
Tabel 5.13. Deskripsi Indikator <i>Price Earning Ratio</i> (PER)	133
Tabel 5.14. Deskripsi Indikator Price to Book Value (PBV)	134

Tabel 5.15. Hasil Uji Linearitas	136
Tabel 5.16. Hasil Uji <i>Convergent Validity</i>	138
Tabel 5.17. Cross Loading untuk Uji <i>Discriminant Validity</i>	139
Tabel 5.18. <i>Average Variance Extracted</i> (AVE) dan Korelasi Antarvariabel Laten	140
Tabel 5.19. Composite Reliability	141
Tabel 5.20. Hasil R-square	143
Tabel 5.21. Evaluasi Pengujian Model	144
Tabel 5.22. Hasil Pengujian Hipotesis	145

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1.	Struktur Organisasi Bursa Efek Indonesia	191
Lampiran 2.	Variabel Fundamental Makro dengan Indikator Inflasi	192
Lampiran 3.	Variabel Fundamental Makro dengan Indikator Nilai Tukar	197
Lampiran 4.	Variabel Fundamental Makro dengan Indikator Tingkat Bunga .	202
Lampiran 5.	Variabel Kinerja Keuangan dengan Indikator ROA	207
Lampiran 6.	Variabel Kinerja Keuangan dengan Indikator DER	212
Lampiran 7.	Variabel Kinerja Keuangan dengan Indikator GPM.....	217
Lampiran 8.	Variabel Pertumbuhan Perusahaan dengan Indikator Pertumbuhan Penjualan.....	222
Lampiran 9.	Variabel Pertumbuhan Perusahaan dengan Indikator Pertumbuhan Aset.....	227
Lampiran 10.	Variabel Kebijakan Dividen dengan Indikator <i>Dividend Payout Ratio</i>	232
Lampiran 11.	Variabel Kebijakan Dividen dengan Indikator <i>Dividend Yield</i>	237
Lampiran 12.	Variabel Nilai Perusahaan dengan Indikator Tobin's Q.....	242
Lampiran 13.	Variabel Nilai Perusahaan dengan Indikator <i>Earning Per Share</i>	247
Lampiran 14.	Variabel Nilai Perusahaan dengan Indikator <i>Price Earning Ratio</i>	252
Lampiran 15.	Variabel Nilai Perusahaan dengan Indikator <i>Price to Book Value</i>	257
Lampiran 16.	Uji Linieritas	262
Lampiran 17.	Analisis Model.....	267

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Pasar modal berperan penting bagi perekonomian suatu Negara berdasarkan dua fungsi pasar modal, yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Fungsi ekonomi sebagai sarana bagi perusahaan untuk mendapatkan dana dari masyarakat pemodal (investor). Fungsi keuangan pasar modal menawarkan kesempatan memperoleh imbalan (*return*) bagi pemilik modal (Anoraga, 2010).

Pasar modal Indonesia (Bursa Efek Indonesia) telah menjadi bagian dari kegiatan bursa saham global (Shevanda, 2013). Liberalisasi pasar modal memungkinkan investor asing berinvestasi di pasar domestik dan investor domestik bertransaksi di negara lain. Investor bisa mendapatkan keuntungan lebih melalui diversifikasi portofolio saham dari berbagai indeks (Nikunj *et al.*, 2012). Diversifikasi internasional memunculkan teori portofolio modern mengenai integrasi pasar modal internasional. Indeks pasar saham yang sangat terintegrasi menyiratkan manfaat diversifikasi internasional yang rendah, sedangkan pasar saham tersegmentasi memungkinkan manajer portofolio melakukan diversifikasi dan mendapatkan keuntungan dari perbedaan di pasar modal (Aviral *et al.*, 2013).

Pasar modal mempunyai posisi yang strategis dan penting bagi investor, dunia investasi dan suatu negara pada era digitalisasi ekonomi pada saat ini, karena pasar modal tidak lagi hanya sekedar tempat bertemunya para investor yang ingin berinvestasi di pasar modal dan korporasi yang ingin mencari dana lewat pasar modal, akan tetapi telah menjadi salah satu indikator yang dapat memberikan

isyarat dan menggambarkan akan keadaan perekonomian yang terjadi pada suatu negara yang dapat dijadikan petunjuk dan bahan pertimbangan untuk melakukan keputusan investasi. Pergerakan serta fenomena indikator ekonomi yang berasal dari faktor fundamental keuangan serta variabel makro ekonomi sebagai faktor yang kecenderungannya menyebabkan terjadinya kenaikan dan penurunan nilai indeks harga saham selalu berpengaruh terhadap return saham, merupakan refleksi atas aktifitas perdagangan saham dipasar modal yang patut dicermati oleh investor.

Perusahaan manufaktur setiap tahun mengalami perubahan positif dalam jumlah setiap tahunnya baik dari dalam hal IPO (Initial Public Offering), pergantian sektor (bisa karena core business, merger atau akuisisi) maupun delisting. Begitupun dengan industri manufaktur nasional yang menunjukkan kinerja makin agresif, antara lain dengan upaya peningkatan ekspansi dan penyerapan tenaga kerja. Hal ini didukung peran pemerintah dalam menciptakan iklim investasi yang kondusif serta memberikan kemudahan melakukan bisnis (ease of doing business) kepada pelaku usaha di Indonesia.

Tabel 1.1. Jumlah Perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia 2012-2019

Perusahaan		Tahun							
Sektor	Subsektor	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Industri Dasar dan Kimia	Semen	3	4	5	5	6	6	6	6
	Keramik, Porselen, dan Kaca	6	6	6	6	6	7	7	8
	Logam dan Sejenisnya	17	18	18	16	16	16	15	17
	Kimia	10	10	10	10	10	11	13	12
	Plastik & Kemasan	11	11	13	13	13	13	11	13
	Pakan Ternak	4	4	4	4	4	4	5	5
	Kayu dan Pengolahannya	2	2	2	2	2	2	2	4
	Pulp & Kertas	8	7	8	9	9	9	9	9
Aneka Industri	Mesin dan Alat berat	0	1	1	2	2	3	4	5

	Otomotif & Komponen	12	12	12	13	13	13	13	13
	Tekstil & Garment	17	17	17	17	17	18	19	21
	Alas Kaki	2	2	2	2	2	2	2	2
	Kabel	6	6	6	6	6	6	6	7
	Elektronika	0	1	1	1	1	1	2	3
Industri Barang Konsumsi	Makanan & Minuman	16	16	16	14	14	19	20	29
	Rokok	4	4	4	4	4	4	4	5
	Farmasi	9	10	10	10	10	10	10	10
	Kosmetik dan barang Keperluan Rumah Tangga	4	4	4	6	6	6	7	6
	Peralatan Rumah Tangga	3	3	4	3	3	4	4	4
Total		134	138	143	143	144	154	159	179
Perusahaan tercatat		459	483	506	521	537	566	619	668
PDB (dalam milyar USD)		917.9	912.5	890.8	860.9	931.9	1,015.0	1,042.2	1,119.2
PDB (perubahan % tahunan)		6.03	5.56	5.01	4.88	5.03	5.07	5.17	5.02
PDB per kapita (dalam USD)		3,421	3,563	3,693	3,824	3,968	4,120	4,285	4,451

Sumber: BEI, Bank Dunia

Perusahaan manufaktur setiap tahun mengalami perubahan positif dalam jumlah setiap tahunnya baik dari dalam hal IPO (Initial Public Offering), pergantian sektor (bisa karena core business, merger atau akuisisi) maupun delisting. Begitupun dengan industri manufaktur nasional yang menunjukkan kinerja makin agresif, antara lain dengan upaya peningkatan ekspansi dan penyerapan tenaga kerja. Hal ini didukung peran pemerintah dalam menciptakan iklim investasi yang kondusif serta memberikan kemudahan melakukan bisnis (*ease of doing business*) kepada pelaku usaha di Indonesia. Namun di pihak lain, antara tahun 2012-2015 suatu periode perlambatan pertumbuhan ekonomi terjadi, dengan pertumbuhan PDB turun di bawah 5.0 persen (tahun-ke-tahun); sebuah perlambatan yang memprihatinkan. Selain itu, dengan laju pertumbuhan di bawah level 5 per tahun gagal menghasilkan peluang kerja yang cukup banyak untuk para tenaga kerja.

Berdasarkan *Arbitrage Pricing Model* (APT) indikator yang dijadikan pertimbangan investor dalam berinvestasi di pasar modal selain hal-hal yang bersifat fundamental yaitu variabel ekonomi makro : suku bunga, laju inflasi, PDB, serta nilai tukar mata uang asing, dan faktor teknikal atau eksternal juga memiliki potensi besar terhadap perubahan harga saham di pasar modal, dimana faktor-faktor ini mempengaruhi secara langsung dapat mempengaruhi kinerja saham maupun kinerja perusahaan (Samsul, 2008), tidak dapat dikendalikan oleh perusahaan (Claude, et al. 1996; Eduardus, 1997), dapat menyebabkan volatilitas yang seringkali dilatarbelakangi oleh ketidakstabilan ekonomi pada negara berkembang (Kaminsky & Reinhart, 1999), pilihan indikator makroekonomi yang berpengaruh belum mencapai konsensus (Fama, 1990), mempunyai pengaruh terhadap perkembangan investasi di beberapa negara (Tandelilin 2010), dan memperhatikan keadaan ekonomi secara luas (Bodie., et al, 2014), memiliki efek universal pada suatu bangsa atau wilayah dan mempengaruhi populasi yang besar (Deraso, 2012).

Tingkat bunga tinggi mempengaruhi nilai sekarang (*present value*) dana investasi dan meningkatkan biaya modal, akibatnya persepsi *return investment* para investor akan meningkat, akibatnya preferensi investor menanamkan modalnya ke pasar modal rendah. Suku bunga yang rendah akan mendorong investasi dan kegiatan ekonomi yang mengakibatkan harga saham menjadi lebih tinggi (Odaló, et al, 2016), menaikkan harga saham di pasar dan laba bersih per saham, sehingga mendorong harga saham meningkat Samsul (2006) dalam Noerirawan (2012). Bunga adalah biaya, semakin tinggi tingkat bunga maka laba perusahaan cenderung semakin rendah jika hal-hal lain dianggap konstan (Odaló, et al, 2016),

mempengaruhi pendapatan dan basis modal perusahaan; dan meningkatkan biaya operasional (Keynes, 1936; Lazonick & O'Sullivan, 2000), mempengaruhi nilai sekarang aliran kas perusahaan, sehingga kesempatan investasi yang ada tidak akan menarik lagi. Tandelilin (2010), mendorong biaya modal utang yang mempengaruhi investasi, leverage, likuiditas dan kinerja perusahaan. Suku bunga membantu dalam memobilisasi sumber daya keuangan dalam mendorong pertumbuhan dan pembangunan ekonomi (Koori, 2015).

Faktor berikutnya adalah inflasi yaitu kecenderungan terjadinya peningkatan harga produk secara keseluruhan. Inflasi dapat meningkatkan pendapatan perusahaan, di satu sisi juga meningkatkan biaya operasional. berpengaruh terhadap nilai uang dan diukur dengan perubahan indeks harga konsumen (Liow, Ibrahim & Huang, 2005), berdampak negatif pada biaya utang yang dapat meningkatkan rasio utang terhadap ekuitas dan mempengaruhi kinerja perusahaan manufaktur (DeAngelo & Masulis, 1980).

Inflasi mempengaruhi keputusan deviden (Damodaran dalam Hidayat, 2009) sedangkan (Ardiyanti, 2015) menyatakan bahwa inflasi berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *dividen payout ratio*. Tingkat inflasi yang tinggi membuat harga mengalami kenaikan, namun menurunkan *purchasing power of money*, termasuk daya beli investor membeli saham (Tandelilin, 2010). Penurunan nilai mata uang meningkatkan harga saham dalam perekonomian yang mengalami inflasi (Kewal, 2012), yang mengacu pada perubahan tingkat harga umum dalam perekonomian selama periode waktu tertentu (Santoni, 1986).

Kemudian kurs valuta asing berpengaruh terhadap perusahaan manufaktur terutama dalam pembelian bahan baku dan suku cadang mesin produksi yang dinilai dalam dollar, karena kurs yang tinggi menyebabkan perusahaan harus menanggung biaya produksi yang tinggi. Akibatnya tingkat keuntungan yang diraih menjadi rendah sehingga nilai ROA yang diperoleh juga kecil, hal ini akan menyebabkan kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen juga mengalami penurunan. kurs valuta asing (nilai tukar rupiah) Penelitian (Damodaran dalam Hidayat, 2009) menyatakan bahwa kurs, mempengaruhi keputusan dividen.

Dengan fenomena perkembangan perusahaan manufaktur dan fluktuasi PDB yang cenderung berfluktuasi, dimana pengamatan terhadap perkembangan tingkat suku bunga, inflasi dan kurs selama tahun 2012-2019 menunjukkan hasil yang berfluktuasi dan berdampak pada kegiatan investasi dan indeks harga saham gabungan seperti pada tabel 1.2 di bawah ini:

Tabel 1.2. Perkembangan Indikator Ekonomi tahun 2012-2019

Tahun	Tingkat bunga (%)	Inflasi (%)	Kurs (Rp/US \$)	Perubahan tingkat bunga	Perubahan inflasi	Perubahan kurs (%)	IHSG
2012	5,75	4,30	9.384	-	-	-	3.317(0)
2013	7,50	8,38	10.460	1,75	4,08	11,47	4.274(-1)
2014	7,75	8,36	11.878	0,25	-0,02	13,57	5.227(22,3)
2015	7,50	3,35	13.600	-0,25	-5,01	14,50	4.911(-12,1)
2016	6,50	3,02	13.400	-1,00	-0,33	-1,47	5.297(15,3)
2017	4,25	3,61	13.397	-2,25	0,59	-0,02	6.356(20,00)
2018	6,00	3,13	14.481	1,75	-0,48	8,09	6.194(-2,55)
2019	5,00	2,72	13.901	-1	-0,41	-4,01	6.300(1,71)

Sumber : Bank Indonesia dan IDX, 2020

Pada tabel 1.2. di atas menunjukkan bahwa selama tahun 2012-2019 perubahan tingkat bunga berfluktuasi dimana tahun 2013 perubahan tingkat bunga mengalami kenaikan 1,75 dan 0,25 di tahun 2014. Sebaliknya Indeks Harga Saham Gabungan mengalami penurunan di tahun 2013 sebesar 1,00. Sebaliknya mengalami kenaikan pada tahun 2014 sebesar 22,3. Hal ini berlawanan dengan

teori yang menyatakan bahwa peningkatan tingkat bunga akan menurunkan indeks harga saham di BEI, dan penurunan tingkat bunga akan meningkatkan indeks harga saham di BEI.

Begitupun dengan perubahan inflasi yang berfluktuasi dan cenderung menurun dan hanya mengalami kenaikan pada tahun 2013 sebesar 4,08 dan pada tahun 2017 sebesar 0,59. Sementara indeks harga saham gabungan pada tahun 2017 juga mengalami kenaikan. Hal ini tidak sejalan dengan teori yang menyatakan bahwa inflasi dengan indeks harga saham memiliki hubungan yang negatif.

Kemudian pada tahun 2014 indeks harga saham meningkat dengan nilai tukar rupiah yang tinggi (melemah). Tercatat pada tahun 2014 indeks harga saham sebesar 22,3, lebih tinggi dibandingkan pada tahun 2013 yaitu -1,00. Sedangkan pada tahun 2014 nilai tukar rupiah sebesar 11,878 lebih tinggi (melemah) dari tahun 2013 yaitu 10,460. Hal ini berlawanan dengan teori yang menyatakan bahwa nilai tukar rupiah dengan indeks harga saham memiliki hubungan yang negatif.

Selanjutnya penelitian ini juga dimotivasi oleh fenomena yang terjadi di Bursa Efek Indonesia terhadap perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia selama 8 tahun terakhir berkenaan dengan kebijakan dividen dan nilai perusahaan yang menunjukkan fenomena yang menarik, karena hubungan antara kebijakan dividen dan nilai perusahaan adalah berfluktuasi atau tidak menentu. Perkembangan dividen perusahaan manufaktur selama 8 tahun terakhir dapat dilihat pada tabel 1.3. berikut:

Tabel 1.3. Rata-Rata Pembagian dividen, IHSG, Transaksi Saham di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2019

Tahun	DIV20 (%)	IHSG (%)	Jumlah Transaksi	
			Volume/juta lembar	Nilai/miliar rupiah
2012	7.8%	12.9%	1.053.762	1.116.113
2013	2.4%	-1.0%	1.342.657	1.522.122
2014	24.4%	22.3%	1.327.016	1.453.392
2015	-13.8%	-12.1%	1.446.314	1.406.362
2016	18.3%	15.3%	1.925.420	1.844.588
2017	26.1%	20.0%	2.844.846	1.809.592
2018	-7.9%	-2.5%	2.536.279	2.040.086
2019	-2,2%	1.7%	3.562.369	2.230.919

Sumber : Indonesia Stock Exchange, 2019

Pada tabel 1.3. di atas menunjukkan bahwa selama tahun 2012-2019 perubahan pembayaran dividen dimana pada tahun 2019 mengalami penurunan sebesar -2.2% sedangkan IHSG mengalami kenaikan. Hal ini tidak sejalan dengan teori yang dikemukakan Myron Gordon (1959) dan John Lintner (1956) yang berpendapat bahwa pembagian dividen mampu mempengaruhi nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan investor kurang yakin dengan penerimaan dimasa yang akan datang (capital gain). Investor lebih menyukai dividen yang dibayarkan saat ini, karena dividen yang dijadikan laba ditahan belum tentu menghasilkan keuntungan dimasa yang akan datang.

Salah satu faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan yaitu kinerja keuangan (Marfuah dan Nindya, 2017). Kinerja keuangan perusahaan merupakan salah satu faktor penting yang dipertimbangkan oleh para investor dalam menentukan investasi saham. Kinerja keuangan adalah suatu analisis yang dilakukan untuk melihat sejauhmana perusahaan tersebut telah melaksanakan dan mempergunakan aturan-aturan pelaksanaan keuangan secara baik dan benar (Fahmi, 2011). Kondisi saat kinerja keuangan perusahaan baik maka, nilai perusahaannya akan tinggi dan begitu juga sebaliknya disaat perusahaan buruk

maka, nilai perusahaan akan turun. Nilai perusahaan yang tinggi akan menarik para investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan sehingga, akan terjadi kenaikan harga saham, sedangkan disaat kinerja keuangan perusahaan buruk maka, akan menyebabkan penurunan harga saham.

Posisi perusahaan dilaporkan pada laporan keuangan dalam satu titik waktu tertentu maupun pelaksanaan operasinya pada satu periode di masa lalu (Brigham dan Houston, 2006: 94), dijadikan alat pengambilan keputusan yang handal dan bermanfaat, serta memiliki kandungan informasi yang bernilai tinggi bagi penggunaanya (Wintoro dalam Raharjo, 2005).

Kinerja manajemen dapat dilihat dari laporan keuangan perusahaan. Posisi perusahaan dilaporkan pada laporan keuangan dalam satu titik waktu tertentu maupun pelaksanaan operasinya pada satu periode di masa lalu (Brigham dan Houston, 2006: 94). Laporan keuangan dapat dijadikan sebagai salah satu alat pengambilan keputusan yang handal dan bermanfaat, maka sebuah laporan keuangan haruslah memiliki kandungan informasi yang bernilai tinggi bagi penggunaanya (Wintoro dalam Raharjo, 2005).

Tujuan dari pengelolaan keuangan perusahaan adalah untuk memaksimalkan nilai suatu perusahaan atau memberikan nilai tambah bagi aset pemilik perusahaan (investor). Untuk mencapai tujuan tersebut, pengambilan keputusan oleh manajer keuangan perusahaan harus sesuai dengan ruang lingkupnya antara lain: memperoleh pendanaan modal kerja (berkaitan dengan keputusan pendanaan), mengalokasikan dana yang diperoleh (berkaitan dengan

keputusan investasi), mengelola aset yang dimiliki oleh perusahaan. perusahaan (berkaitan dengan keputusan manajemen aset).

Dalam bisnis investasi, rasio keuangan merupakan faktor utama yang digunakan investor dalam melakukan analisis fundamental. Melalui rasio keuangan, investor dapat mengetahui kinerja suatu perusahaan. Berdasarkan kinerja tersebut, investor dapat mengambil keputusan investasi. Selain itu, harga saham merupakan faktor penting yang perlu diperhatikan investor ketika berinvestasi pada perusahaan yang terdaftar di pasar modal. Harga saham umumnya mencerminkan nilai suatu perusahaan di mata publik (Samsuar, 2017). Kinerja keuangan sebagai ukuran subjektif tentang seberapa baik perusahaan dapat menggunakan aset dari mode bisnis utamanya dan menghasilkan pendapatan Investopedia (2014). Pasar modal memiliki peran penting dalam perekonomian Indonesia. Hal ini dikarenakan pasar modal menjalankan dua fungsi utama, yaitu sebagai sarana investasi/pendanaan usaha dan sebagai sarana bagi perusahaan untuk memperoleh sumber dana dari investor.

Rasio likuiditas menjelaskan bagaimana perusahaan mampu dalam membayar kewajiban finansial tepat waktu (Sartono, 2001), kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya yang akan segera jatuh tempo (Wiagustini, 2010). Tingginya tingkat likuiditas menunjukkan bahwa perusahaan berada pada kondisi yang baik sehingga permintaan akan saham bertambah dan tentunya harga saham akan ikut meningkat. Rasio *leverage* menunjukkan sampai sejauh mana efek dengan pendapatan tetap digunakan suatu perusahaan dalam struktur modal (Brigham dan Houston, 2011). Rasio untuk menilai kemampuan

perusahaan dalam memperoleh keuntungan atau laba dalam periode tertentu yang disebut dengan rasio profitabilitas (Kasmir, 2008: 365). Nilai perusahaan ditemukan dalam *earning power* dari aset perusahaan atau *return on asset* berpengaruh terhadap harga saham perusahaan (Modigliani-Miller dalam Sartono 2001).

Profitabilitas merupakan elemen penting bagi perusahaan yang memfokuskan pada laba. Bagi pimpinan perusahaan, profitabilitas dapat dijadikan sebagai tolok ukur untuk mengetahui keberhasilan dari perusahaan yang dipimpin, sedangkan bagi investor profitabilitas dapat dijadikan sinyal dalam melakukan investasi pada suatu perusahaan tertentu. Profitabilitas bagi perusahaan merupakan kemampuan penggunaan modal kerja tertentu untuk menghasilkan laba tertentu sehingga perusahaan tidak mengalami kesulitan dalam mengembalikan hutang-hutangnya baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang serta pembayaran dividen bagi para investor yang menanamkan modal pada perusahaan tersebut (Ririn Araj dan Haryetti, 2012), kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan atau laba dalam periode tertentu (Kasmir, 2008), kemampuan perusahaan untuk memperoleh keuntungan atau profit dari sejumlah dana yang ditanamkan pada keseluruhan aset (Syamsuddin, 2007; Weston & Copeland, 2010; Puspitaningtyas & Kurniawan, 2012a; Puspitaningtyas, 2015; Ulfa et al., 2016). Semakin tinggi profitabilitas suatu perusahaan maka dividen yang dibagikan kepada pemegang saham juga semakin tinggi. Menurut Prawira dan Purnawati (2016) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hasil berbeda yaitu, profitabilitas tidak berpengaruh ditemukan

oleh Islamiyah (2012). Profitabilitas mutlak diperlukan untuk perusahaan apabila hendak membayarkan dividen (Suharli, 2007).

Leverage adalah rasio yang menggambarkan hubungan antara utang terhadap modal, rasio ini dapat melihat seberapa jauh perusahaan dibiayai oleh utang atau pihak luar kemampuan perusahaan yang digambarkan oleh modal Harahap (2013), menunjukkan sampai sejauh mana efek dengan pendapatan tetap digunakan suatu perusahaan dalam struktur modal (Brigham dan Houston, 2011: 165), menggambarkan seberapa besar kebutuhan pendanaan perusahaan dibiayai oleh utang (Syamsuddin, 2007; Sutrisno, 2009; Weston & Copeland, 2010; Puspitaningtyas, 2012a; 2015; Puspitaningtyas & Kurniawan, 2012a; Ngadiman & Puspitasari, 2014). Dalam hal ini manajer harus menyamakan antara hutang dan hak pemegang saham (Zare et.al, 2013). Apabila dana internal tidak mencukupi, maka perusahaan dituntut untuk melakukan pendanaan eksternal yang biasanya lebih mengutamakan pendanaan utang daripada saham. Sehingga leverage perusahaan digunakan untuk pembayaran dividen agar dapat menjaga performa dan sinyal perusahaan bagi investor. Perusahaan yang memiliki rasio utang lebih besar akan membagikan dividen lebih rendah karena laba yang diperoleh digunakan untuk melunasi kewajiban perusahaan (Pasadena, 2013). Semakin besar utang perusahaan maka semakin besar dana yang harus disediakan untuk melunasi utang sehingga akan mengurangi jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham Karami (2011) dan Wicaksana (2012). Sedangkan, Deitina (2009) dan Mardaleni (2014) menemukan bahwa leverage tidak berpengaruh pada kebijakan dividen.

Ada beberapa faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen, yaitu: *free cash flow*, profitabilitas, likuiditas, dan *leverage* (Arlaha 2009); *EPS, PER, CR, DER, NPM, ITO, ROI* (Fahrurrozi 2007); sedangkan menurut Ahmad (2009), faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah profitabilitas dan set kesempatan investasi yang diperkuat oleh likuiditas. Hal ini juga didukung oleh penelitian Suharli (2007) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tunai dipengaruhi oleh profitabilitas dan set kesempatan investasi yang diperkuat oleh likuiditas perusahaan. Pihak manajemen akan membayarkan dividen untuk memberi sinyal mengenai keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan profit (Wirjolukito *et.al*, 2003).

Pertumbuhan perusahaan merupakan salah satu topik utama yang menarik bagi para sarjana bisnis dan ekonomi. Investigasi pertumbuhan perusahaan memberikan pemahaman mendasar tentang salah satu indikator utama kinerja perusahaan (Wennekers & Thurik, 1999) serta salah satu faktor fundamental ekonomi sama sekali (B. H. Hall, 1988). Karena perannya dalam ekonomi, pertumbuhan perusahaan sangat menarik bagi pembuat kebijakan berdasarkan pentingnya untuk penciptaan lapangan kerja (Birch, 1979, 1987; Coad & Hölzl, 2012) dan pertumbuhan produktivitas (Bartelsman, Haltiwanger, & Scarpetta, 2009). Program kebijakan regulator sering dirancang untuk mendukung pertumbuhan perusahaan, dengan harapan bahwa program-program ini menghasilkan penciptaan lapangan kerja yang bersih (Storey, 1994b). Selain itu, pertumbuhan perusahaan sering dianggap sebagai indikator kinerja perusahaan itu sendiri (Davidsson, Steffens, & Fitzsimmons, 2009) dan merupakan prioritas utama bagi eksekutif manajemen puncak (Brush, Bromiley, & Hendrickx, 2000; Gartner, 2014). Para

peneliti mencoba untuk menetapkan pertumbuhan perusahaan sebagai penentu kinerja perusahaan (Capon, Farley, & Hoenig, 1990; Cho & Pucik, 2005). Secara konsisten, penelitian akademis tidak memberikan bukti konklusif tentang efek kinerja pertumbuhan perusahaan.

Secara konsisten, pertumbuhan perusahaan adalah parameter kunci dalam proses pengambilan keputusan investor keuangan (De Jong, Mertens, Van der Poel, & Van Dijk, 2012). Dan juga pertumbuhan perusahaan adalah topik penting bagi beberapa kelompok kepentingan dan hampir secara eksklusif dianggap sebagai fenomena positif di seluruh pemangku kepentingan ini. Beberapa akademisi bahkan menyatakan pendapat bahwa mempertahankan dan meningkatkan kinerja perusahaan harus menjadi tujuan akhir perusahaan (Mauboussin, 2011).

Pertumbuhan cepat juga memaksa sumber daya manusia yang dimiliki untuk secara optimal memberikan kontribusinya. Agar pertumbuhan cepat tidak memiliki arti pertumbuhan biaya yang kurang terkendali, maka dalam mengelola pertumbuhan, perusahaan harus memiliki pengendalian operasi dengan penekanan pada pengendalian biaya (Susanto, 1997: 185-187).

Pertumbuhan perusahaan mengindikasikan kemampuan perusahaan dalam mempertahankan kelangsungan usahanya. Pertumbuhan (*growth*) adalah seberapa jauh perusahaan menempatkan diri dalam sistem ekonomi secara keseluruhan atau sistem ekonomi untuk industri yang sama (Machfoedz, 1996). Nilai perusahaan juga dapat dilihat dari kemampuan perusahaan untuk tumbuh dan berkembang, salah satunya adalah pertumbuhan aset perusahaan. Fahmi (2014:83) menyatakan bahwa rasio pertumbuhan adalah rasio yang mengukur seberapa besar kemampuan suatu

perusahaan untuk mempertahankan posisinya dalam industri dan perkembangan ekonomi secara umum.

Pertumbuhan perusahaan merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan untuk mempertahankan posisinya dalam industri dan pembangunan ekonomi secara umum (Kasmir, 2016). Pertumbuhan perusahaan yang terus tumbuh dapat mempengaruhi harga saham, karena pertumbuhan perusahaan akan meningkatkan pendapatan perusahaan, hal ini menandakan bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik. Semakin tinggi pertumbuhan perusahaan maka semakin cenderung perusahaan menggunakan hutang dalam membiayai kebutuhan pendanaan perusahaan. Tingkat pertumbuhan perusahaan juga dikatakan merupakan salah satu faktor yang memengaruhi kebijakan dividen. Menurut Rahmawati (2007), pertumbuhan perusahaan yang berkelanjutan adalah tingkat dimana penjualan perusahaan dapat tumbuh tergantung pada bagaimana dukungan asset terhadap peningkatan penjualan.

Rasio pertumbuhan (*growth*) adalah rasio yang mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan dalam mempertahankan posisinya didalam industri dalam pengembangan ekonomi secara umum (Sartono, 2010:65). Pertumbuhan dinyatakan sebagai pertumbuhan total aset dimana pertumbuhan aset pada masa lalu akan menggambarkan profitabilitas di masa mendatang dan pertumbuhan mendatang (Kusumajaya, 2011), jadi tingkat pertumbuhan perusahaan merupakan perubahan total aset baik berupa peningkatan atau penurunan yang dialami perusahaan selama satu periode (satu tahun).

Pertumbuhan perusahaan merupakan salah satu faktor yang memengaruhi kebijakan dividen. Semakin cepat tingkat pertumbuhan perusahaan maka semakin besar kebutuhan dana yang diperlukan untuk membiayai pertumbuhan perusahaan (Marpaung & Hadianto, 2009). Semakin besar kebutuhan dana untuk waktu mendatang perusahaan lebih senang untuk menahan labanya daripada membayarkannya dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham (Riyanto, 2001). Hal ini dikarenakan biaya modal dengan menggunakan laba ditahan lebih murah dibandingkan dengan berbagai sumber pembiayaan lainnya seperti penerbitan saham baru maupun obligasi (Gitman 2006). Suatu perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana yang besar dan melakukan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan (Handayani & Indahningrum, 2009).

Tingginya pertumbuhan perusahaan membuat semakin banyak dana yang dibutuhkan untuk membiayai ekspansi, dan semakin besar kemungkinan perusahaan untuk mempertahankan keuntungannya daripada membayarnya sebagai dividen (Chang dan Rhee, 1990). Akibatnya, perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang lebih tinggi cenderung mempertahankan sebagian besar pendapatan mereka, menghasilkan rasio pembayaran dividen yang lebih rendah (Higgins, 1972; Rozeff, 1982). Penelitian ini bertujuan untuk melakukan uji empiris pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Leverage, dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan pertanian yang terdaftar aktif di Bursa Efek Indonesia.

Wu dan Yeung (2012) menyatakan bahwa perusahaan berinvestasi secara rasional dan mencari pendanaan yang sesuai dengan jenis pertumbuhannya. Demikian pula Kouki dan Said (2012) menjelaskan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan aset yang tinggi membutuhkan sumber pendanaan eksternal untuk mendanai proyek investasinya.

Teori *free cash flow hypothesis* yang disampaikan oleh Jensen (1986) menyebutkan bahwa perusahaan dengan kesempatan pertumbuhan yang lebih tinggi akan memiliki *free cash flow* yang rendah karena sebagian besar yang ada digunakan untuk investasi pada proyek yang memiliki nilai *Net Present Value* (NPV) yang positif. Manajer dalam bisnis perusahaan dengan memperhatikan pertumbuhan perusahaan lebih menyukai untuk menginvestasikan pendapatan setelah pajak dan mengharapkan kinerja dari dividen akan lebih kuat dalam pertumbuhan perusahaan secara keseluruhan (Charitou dan Vafeas, 1998 dalam Chasanah, 2008).

B. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang dan motivasi penelitian yang telah diungkapkan tersebut, dapat disusun rumusan permasalahan atau pertanyaan penelitian sebagai berikut:

1. Apakah fundamental makro berpengaruh terhadap kebijakan dividen?
2. Apakah kinerja keuangan berpengaruh terhadap kebijakan dividen?
3. Apakah pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan dividen?
4. Apakah fundamental makro berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
5. Apakah kinerja keuangan berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
6. Apakah pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan?

7. Apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
8. Apakah fundamental makro berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen?
9. Apakah kinerja keuangan berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen?
10. Apakah pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen?

C. Tujuan Penelitian

Adapun tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui, menguji dan menganalisis implikasi fundamental makro, kinerja keuangan, dan pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Tujuan tersebut secara spesifik yaitu:

1. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh fundamental makro terhadap kebijakan dividen.
2. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh kinerja keuangan terhadap kebijakan dividen.
3. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan dividen.
4. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh fundamental makro terhadap nilai perusahaan.
5. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan.

6. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan.
7. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.
8. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh fundamental makro terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen.
9. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen.
10. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen.

D. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan berbagai kontribusi, di antaranya adalah kontribusi teoritis, kontribusi praktik, dan kontribusi kebijakan. Berikut ini dijelaskan kontribusi ketiganya.

- 1) Kontribusi secara teoritis sebagai berikut:
 - a) Memberikan sumbangan atas kajian teori fundamental makro, kinerja keuangan, dan pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung dengan memperoleh gambaran yang lebih komprehensif dalam memahami fenomena yang ada.
 - b) Penelitian ini diharapkan akan memberikan penjelasan baik secara langsung maupun tidak langsung mengenai kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

- c) Penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai acuan penelitian berikutnya tentang proses pengaruh beberapa variabel faktor fundamental makro, kinerja keuangan, pertumbuhan perusahaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.
- 2) Kontribusi secara praktek sebagai berikut:
- a) Sumbangan pemikiran bagi para pelaku bursa saham, calon investor dan investor, penelitian ini diharapkan sebagai informasi tentang proses pengaruh faktor fundamental makro, kinerja keuangan, dan pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan.
 - b) Sumbangan pemikiran bagi perusahaan, bahwa dengan kebijakan dividen, sebagai imbal hasil dari laba perusahaan sangat dipengaruhi oleh perolehan profit perusahaan.
- 3) Kontribusi secara teoritis sebagai berikut:
- a) Penelitian ini diharapkan dapat digunakan bagi perusahaan sebagai dasar dalam mengambil kebijakan perusahaan berkaitan dengan aspek eksternal dan internal perusahaan.
 - b) Penelitian ini diharapkan dapat digunakan bagi perusahaan sebagai dasar untuk menentukan prioritas kebijakan perusahaan dalam hal pembagian dividen dan nilai perusahaan.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Sejarah Bursa Efek Indonesia (BEI)

Secara historis, pasar modal telah hadir jauh sebelum Indonesia merdeka. Pasar modal atau bursa efek telah hadir sejak jaman kolonial Belanda dan tepatnya pada tahun 1912 di Batavia. Pasar modal ketika itu didirikan oleh pemerintah Hindia Belanda untuk kepentingan pemerintah kolonial atau VOC.

Era pasar modal di Indonesia dapat di bagi menjadi 20 satu periode. Periode pertama adalah periode zaman Belanda yang dimulai pada tahun 1912 yang merupakan tahun didirikannya pasar modal pertama, Periode kedua adalah periode orde lama yang dimulai pada tahun 1952. Periode ketiga adalah masa Orde Baru dengan diaktifkannya kembali pasar modal pada tahun 1977. Periode keempat yang dimulai pada tahun 1988 adalah periode membangun pasar modal dari tidur panjang. kelima adalah periode otomatisasi pasar modal mulai tahun 1995. Periode keenam adalah periode krisis moneter mulai bulan Agustus 1997 dan seterusnya (Jogiyanto, 2016).

Tabel 2.1. Periode Bursa Efek Indonesia

Periode	Nama	Tahun	Keterangan
1	Periode jaman Belanda	1912-1942	13 broker dibentuk di Jakarta dengan nama "Vereniging voor Effectenhandel" Cikal bakal pasar modal di Indonesia
2	Periode Orde Lama	1952-1960	UU No. 15/1952 tentang Pasar Modal, yang kemudian BEJ dibuka kembali
3	Periode Orde Baru	1977-1988	Kepres No. 52 tahun 1976 dengan penidirian pasar modal, Bapepam dan PT. Danareksa
4	Periode bangun	1989-Mei 1995	Initial Public Offering (IPO)

Periode	Nama	Tahun	Keterangan
	dari tidur yang panjang		menjadi peristiwa nasional dan banyak dikenal sebagai periode lonjakan IPO (IPO Boom)
5	Periode otomatisasi	Mulai Mei 1995	Otomatisasi kegiatan transaksi di lantai bursa
6	Krisis moneter	Agustus 1997-September 1998	Kurangnya perusahaan yang melakukan IPO akibat krisis moneter yang melanda negara-negara Asia termasuk Indonesia
7	Tanpa warakat	Juli 2000	BEJ mulai menerapkan perdagangan tanpa warakat (<i>scripless tradings</i>)
8	Penyembuhan	Oktober 1998-2002	Naik turunnya IHSG
9	Kebangkitan kembali	Januari 2003-Januari 2008	Bertambahnya sejumlah 70 perusahaan yang menawarkan saham perdananya
10	Bursa Efek Indonesia	Mulai Oktober 2007	Penggabungan BEJ dan BES menjadi BEI
11	Krisis Global	Mulai Januari 2008-Maret 2009	Hanya sedikit perusahaan yang mencatatkan sahamnya di BEI
12	Kejayaan	April 2009-Agustus 2011	IHSG mencapai 4.193,441 yang memberikan kesan optimis bagi pelaku pasar
13	Stagnasi	Agustus 2011-Juni 2012	Kurangnya emiten yang melakukan penawaran perdana.
14	Kembali berjaya	Juni 2012-Mei 2013	IHSG mencapai nilai tertinggi sebesar 5.200,69
15	Ketidakpastian Tapering	Juni 2013-Juni 2014	Program pengurangan pembelian obligasi yang dilakukan oleh bank sentral guna mengurangi jumlah uang yang beredar
16	Reformasi birokrasi pemerintah	Juli 2014-April 2015	Terpilihnya presiden baru setelah pemilu memberikan respon positif terhadap pasar modal
17	Perlambatan ekonomi dunia	April 2015-September 2015	Penurunan harga minyak dunia berdampak pada pertumbuhan ekonomi di bawah 5%
18	Paket Kebijakan Ekonomi	September 2015-Juni 2016	Pemerintah menerbitkan paket kebijakan ekonomi sebagai upaya untuk menstabilkan kondisi ekonomi di Indonesia
19	Britain Exit (Brexit)	Juni 2016-Juli 2016	Brexit berpengaruh pada arus investasi di Indonesia
20	Tax Amnesty	Juli 2016-September 2016	Program amnesti pajak memberikan dorongan bagi pertumbuhan ekonomi domestik termasuk di industri pasar modal
21	Pilpres USA ke 45	November 2016	Indeks terjun bebas setelah

Periode	Nama	Tahun	Keterangan
			selesai pilpres di AS

2.2. Visi dan Misi Bursa Efek Indonesia

Visi:

Menjadi bursa yang kompetitif dengan kredibilitas tingkat dunia

Misi:

Menciptakan infrastruktur pasar keuangan yang terpercaya dan kredibel untuk mewujudkan pasar yang teratur, wajar, dan efisien, serta dapat diakses oleh semua pemangku kepentingan melalui produk dan layanan yang inovatif.

Core Values:

- *Teamwork*: senantiasa bekerja sama secara sinergis untuk mencapai tujuan bersama.
- *Integrity*: Konsistensi antara pikiran, ucapan, dan tindakan dengan selalu menjunjung tinggi kejujuran, transparansi dan independensi sesuai dengan Nilai - nilai perusahaan dan norma yang berlaku.
- *Professionalism*: Menunjukkan sikap, *appearance* dan kompetensi dengan penuh tanggung jawab untuk memberikan hasil terbaik.
- *Service Excellence*: Senantiasa memberikan layanan terbaik bagi *stakeholders*.

2.3. Struktur Organisasi Bursa Efek Indonesia

Struktur organisasi merupakan merupakan komponen-komponen penyusun perusahaan, yang memperjelas kedudukan setiap posisi, termasuk juga pembagian hak dan kewajiban atas pekerjaan di dalamnya. Dengan adanya struktur ini, pekerjaan akan berjalan lebih optimal. Selain itu, seorang atasan pun bisa

memberikan tugas kepada bawahannya secara adil serta sesuai dengan kompetisi masing-masing. Tanpa adanya suatu organisasi yang terstruktur, perusahaan bisa saja mengalami kekacauan, terlebih dalam pembagian tugas pekerjaan. Berikut ini komponen struktur organisasi pada Bursa Efek Indonesia:

1. Direktur Utama
2. Sekretaris Perusahaan
3. Divisi Hukum
4. Divisi Pengelolaan Strategi Perusahaan dan Anak Usaha
5. Satuan Pemeriksa Internal
6. Direktorat Pengembangan
 - a. Divisi Riset
 - b. Divisi Pengembangan Bisnis
 - c. Divisi Inkubasi Bisnis
 - d. Divisi Pengembangan Pasar
 - e. Divisi Pasar Modal Syariah
7. Direktorat Penilaian Perusahaan
 - a. Divisi Layanan dan Pengembangan Perusahaan Tercatat
 - b. Divisi Penilaian Perusahaan 1
 - c. Divisi Penilaian Perusahaan 2
 - d. Divisi Penilaian Perusahaan 3
8. Direktorat Perdagangan dan Pengaturan Anggota Bursa
 - a. Divisi Pengaturan dan Pemantauan Anggota Bursa dan Partisipan
 - b. Divisi Layanan Data

- c. Divisi Operasional Perdagangan
- 9. Direktorat Pengawasan Transaksi dan Kepatuhan
 - a. Divisi Kepatuhan Anggota Bursa
 - b. Divisi Pengawasan Transaksi
- 10. Direktorat Teknologi Informasi dan Manajemen Resiko
 - a. Divisi Strategi dan Transformasi Digital
 - b. Divisi Pengembangan TI
 - c. Divisi Operasional TI (Perdagangan dan Pendukungnya)
 - d. Divisi Operasional TI (Bisnis dan Perkantoran)
 - e. Manajemen Resiko
- 11. Direktorat Keuangan dan Sumber Daya Manusia
 - a. Divisi Keuangan dan Akuntansi
 - b. Divisi Sumber Daya Manusia
 - c. Divisi Umum

2.4. Job Description Bursa Efek Indonesia (BEI)

Berdasarkan struktur organisasi maka diperlukan suatu sistem pembagian tugas/kerja (*job description*) sebagai berikut:

1. Direktur Utama

Direktur Utama mempunyai hak dan kewajiban serta tugas sebagai berikut :

- a. Mempertanggungjawabkan kekayaan perusahaan;
- b. Mengikat perusahaan sebagai jaminan;
- c. Mengadakan rapat apabila dalam anggaran dasar tidak ditetapkan cara lain dalam pelaksanaannya;

- d. Memimpin dan mengelola perusahaan sehingga tercapai tujuan perusahaan
- e. Memperoleh, mengalihkan dan melepaskan hak atas barang-barang tak bergerak atas nama perusahaan;
- f. Berhak mengangkat seorang kuasa atau lebih dengan syarat-syarat dan kekuasaan yang ditentukan secara tertulis;
- g. Bertanggung jawab atas operasional perusahaan, khususnya yang berhubungan dengan pihak eksternal perusahaan.

2. Sekretaris Perusahaan

Bertanggung jawab atas tersedianya rencana kerja perusahaan dan terciptanya kerjasama serta komunikasi yang harmonis dan efektif antara direksi dengan stakeholder lainnya dalam rangka mencapai tujuan serta meningkatkan citra perusahaan.

3. Divisi Hukum

- a. Bertanggung jawab untuk memastikan produk hukum yang akan dikeluarkan oleh perseroan sesuai dengan kaidah-kaidah hukum yang berlaku dan kepentingan perseroan terlindungi dalam hubungan kerjasama atau kontraktual antara perseroan dengan pihak lain dan telah sesuai dengan peraturan perundangan yang berlaku;
- b. Memastikan pemberian pendapat hukum sebagai legal advisor atas permasalahan hukum berkenaan dengan produk hukum yang telah diberlakukan oleh perseroan, kajian hukum dan penyelesaian dalam sengketa hukum sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku.

4. Divisi Pengelolaan Strategi Perusahaan dan Anak Usaha
5. Satuan Pemeriksa Internal
 - a. Bertanggung jawab sebagai *quality assurance* terhadap pelaksanaan pencapaian sasaran perusahaan dengan mempertimbangkan aspek efektifitas dan efisiensi melalui organisasi, serta melakukan pelaporan dan pemberian rekomendasi perbaikan yang akan diperlukan atas hasil pemeriksaan kepada Direksi, Dewan Komisaris dan Ketua Bapepam.
 - b. Bertanggung jawab atas pemantauan kegiatan tindak lanjut dari rekomendasi yang dibangun berdasarkan hasil pemeriksaan internal yang dilakukan.
6. Direktorat Pengembangan

Bertanggung jawab atas kegiatan operasional yang terkait dengan:

- a. Pengelolaan riset pasar modal dan ekonomi;
- b. Pengembangan produk dan usaha;
- c. Kegiatan pemasaran;
- d. Kegiatan edukasi dan sosialisasi.

Direktorat pengembangan terdiri dari beberapa divisi diantaranya yaitu, Divisi Riset, Divisi Pengembangan Bisnis, Divisi Inkubasi Bisnis, Divisi Pengembangan Pasar. Yang dijabarkan sebagai berikut:

1. Divisi Riset
 - a. Bertanggung jawab untuk mengolah dan menyajikan data statistik perdagangan, emiten dan anggota bursa, melakukan analisis pasar untuk mencapai efisiensi dan pengembangan bursa serta mengelola data historis perdagangan dan publikasi rutin lainnya sebagai bahan

referensi dan dasar untuk membuat keputusan yang dapat diandalkan;

b. Bertanggung jawab untuk mengkoordinasikan pengelolaan Pusat Referensi Pasar Modal.

2. Divisi Pengembangan Bisnis

Bertanggung jawab atas pengembangan produk-produk bursa dan kegiatan pengembangan pasar untuk meningkatkan likuiditas pasar dan daya saing.

3. Divisi Inkubasi Bisnis

4. Divisi Pengembangan Pasar

Bertanggung jawab dalam merencanakan, mengembangkan dan mengimplementasikan strategi pemasaran, edukasi dan sosialisasi kepada masyarakat luas dalam rangka mencari dan menambah investor dalam emiten.

5. Divisi Pasar Modal Syariah

a. Mengatur penerapan prinsip syariah;

b. Menyusun standar akuntansi;

c. Melakukan sosialisasi penerapan prinsip syariah di pasar modal dalam rangka peningkatan pengetahuan dan pemahaman pelaku pasar;

d. Mengembangkan produk pasar modal berbasis syariah yang telah ada;

e. Menciptakan produk pasar modal berbasis syariah yang baru;

- f. Melakukan kerjasama pengkajian pengembangan produk pasar modal berbasis syariah antara regulator, DSN-MUI, dan pelaku pasar.

7. Direktorat Penilaian Perusahaan

Direktorat Penilaian Perusahaan bertanggung jawab atas terciptanya penyelenggaraan Bursa Efek yang transparan, teratur, wajar, dan efisien melalui tugas utama diantaranya:

- a. Melaksanakan proses evaluasi kelayakan calon Perusahaan Tercatat dan rencana tindakan korporasi perusahaan tercatat;
- b. Melaksanakan pemantauan kepatuhan Perusahaan Tercatat terhadap ketentuan yang berlaku;
- c. Memelihara dan menjaga kualitas data Perusahaan Tercatat beserta Efek yang dicatatkan;
- d. Memastikan keterbukaan informasi yang disampaikan oleh emiten telah akurat dan tepat waktu;
- e. Melaksanakan pemantauan kepatuhan Perusahaan Tercatat terhadap ketentuan pelaporan keterbukaan informasi yang berlaku;
- f. Melakukan pengembangan dan pemuktahiran sistem pelaporan keterbukaan informasi untuk menunjang aspek pemantauan yang lebih optimal, terstandarisasi dan terotomisasi, sehingga terciptanya efisiensi dan efektifitas fungsi pemantauan Emiten;
- g. Melaksanakan standarisasi format pelaporan keterbukaan informasi untuk mendukung transparansi informasi; dan

h. Melakukan update atas kekurangan pada IDXNet sebelumnya masih terdapat beberapa kekurangan dari pengembangan IDXNet sebelumnya.

8. Direktorat Perdagangan dan Pengaturan Anggota Bursa

Bertanggung jawab atas kegiatan operasional perdagangan saham, perdagangan informasi pasar data feed, perdagangan surat utang dan derivatif serta pelaporan transaksi surat utang. Dan juga bertanggung jawab atas pengelolaan aktivitas-aktivitas yang terkait dengan anggota bursa dan partisipan sebagai berikut :

1. Pengkajian terhadap persyaratan keanggotaan
2. Kewajiban pelaporan
3. Pelatihan dan pendidikan
4. Pengawasan khusus terhadap anggota bursa

9. Direktorat Pengawasan Transaksi dan Kepatuhan

Bertanggung jawab untuk memastikan dan mengkoordinasikan kegiatan pengawasan dan analisis terhadap aktivitas perdagangan efek di bursa untuk mewujudkan perdagangan efek yang teratur dan wajar, sehingga dapat menjaga integritas dan kredibilitas bursa efek dan pasar modal.

1. Divisi Pengawasan Transaksi

Bertanggung jawab untuk memastikan dan mengkoordinasikan kegiatan pengawasan dan analisis terhadap aktivitas perdagangan efek di bursa untuk mewujudkan perdagangan efek yang teratur dan wajar, sehingga dapat menjaga integritas dan kredibilitas bursa efek dan pasar modal.

2. Divisi Kepatuhan Anggota baru

Bertanggung jawab untuk memastikan kepatuhan anggota bursa terhadap peraturan perundang-undangan yang berlaku dibidang pasar modal termasuk pengendalian internal melalui kegiatan pemeriksaan berkala dan pemeriksaan sewaktu-waktu guna meminimalisasi risiko yang mungkin timbul terhadap nasabah, anggota bursa, dan industri pasar modal.

3. Direktorat Teknologi Informasi dan Manajemen Resiko

Bertanggung jawab atas kegiatan operasional yang terkait dengan:

1. Pengembangan solusi bisnis teknologi informasi
2. Operasional teknologi informasi
3. Manajemen resiko
4. Pengelolaan data database management

Direktorat Teknologi Informasi dan Manajemen Resiko terdiri dari berbagai divisi diantaranya, Divisi Strategi dan Transformasi Digital, Divisi Pengembangan TI, Divisi Operasional TI (Perdagangan dan Pendukungnya), Divisi Operasional TI (Bisnis dan Perkantoran), dan Manajemen Resiko, yang dijabarkan sebagai berikut:

1. Divisi Operasional Teknologi Informasi.

Bertanggung jawab atas perencanaan, implementasi, operasi, kepatuhan kebijakan, pengawasan/pemantauan, evaluasi dan pemeliharaan kinerja infrastruktur berbasis teknologi secara efektif dan efisien sesuai dengan visi, misi dan strategi Bursa Efek Indonesia.

2. Divisi Manajemen Resiko

- a. Memastikan perencanaan, pengukuran, monitoring pengelolaan dan pengendalian risiko di dalam organisasi secara sistematis dan terintegrasi. Melakukan monitoring risiko operasional pasar modal, memberikan rekomendasi dan implementasi untuk memperbaiki proses, reporting dan pengendalian untuk menentukan tingkat risiko yang masih dapat diterima dalam pengelolaan perusahaan dan pelaksanaan kegiatan utama pasar modal.
- b. Bertanggung jawab dalam membangun strategi dan implementasi penerapan *good corporate governance*(GCG) di dalam organisasi.

4. Direktorat Keuangan dan Sumber Daya Manusia

Bertanggung jawab atas kegiatan operasional yang terkait dengan:

1. Pengelolaan keuangan perusahaan ;
2. Pengelolaan dan pengembangan sumber daya manusia ;
3. Pengelolaan administrasi dan kegiatan umum lainnya.

Direktorat Keuangan dan Sumber Daya Manusia terdiri dari berbagai divisi diantaranya, yaitu Divisi Keuangan dan Akuntansi, Divisi Sumber Daya Manusia, dan Divisi Umum, yang dijabarkan sebagai berikut:

1. Divisi Keuangan

Bertanggung jawab atas keseluruhan fungsi akuntansi dan perpajakan, dan anggaran serta pengelolaan keuangan untuk memperoleh hasil yang optimal sehingga dapat menghasilkan informasi keuangan yang dapat digunakan untuk mendukung aktifitas operasional perusahaan.

2. Divisi Sumber Daya Manusia

Memastikan terpenuhinya pengadaan, penempatan, pendidikan dan pengembangan karyawan secara terencana, efektif dan efisien di setiap unit kerja, serta mengadministrasikan strategi yang berkaitan dengan kompensasi dan jasa, dan hubungan industrial sehingga karyawan Bursa Efek Indonesia berkualitas dan mampu memberikan kontribusi yang signifikan untuk mendukung rencana strategis perusahaan.

3. Divisi Umum

Bertanggung jawab untuk memastikan ketersediaan dan kelancaran pemenuhan kebutuhan atas fasilitas, seperti: sarana perkantoran, infrastruktur serta jasa.

2.5. Pengembangan Model Teoritis dan Empiris

Bab ini mencakup kajian teori, konsep dan empiris yang diarahkan untuk meninjau berbagai literatur dan studi empiris terkait sebelumnya. Fokus utama membuat kajian teoritis secara umum mengangkat konsep faktor fundamental makro, kinerja keuangan dan pasar modal, pertumbuhan perusahaan, kebijakan dividen dan nilai perusahaan.

a. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering kali dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi akan berdampak pada nilai perusahaan yang tinggi, sehingga meningkatkan kepercayaan pasar terhadap kinerja perusahaan saat ini serta pada prospek perusahaan dimasa mendatang. Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting

artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan tujuan utama perusahaan. Meningkatnya nilai perusahaan adalah sebuah prestasi yang diinginkan oleh para pemangku kepentingan dengan meningkatnya nilai perusahaan maka kesejahteraan para pemilik juga akan meningkat.

Tujuan dari pengelolaan keuangan perusahaan adalah untuk memaksimalkan nilai suatu perusahaan atau memberikan nilai tambah bagi aset pemilik perusahaan (investor). Untuk mencapai tujuan tersebut, pengambilan keputusan oleh manajer keuangan perusahaan harus sesuai dengan ruang lingkungannya antara lain: memperoleh pendanaan modal kerja (berkaitan dengan keputusan pendanaan), mengalokasikan dana yang diperoleh (berkaitan dengan keputusan investasi), mengelola aset yang dimiliki oleh perusahaan. perusahaan (berkaitan dengan keputusan manajemen aset).

Investment Opportunity Set (IOS) diperkenalkan pertama kali oleh Myers pada tahun 1977. *IOS* merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, yang pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar. Perusahaan menyukai pembiayaan internal yaitu laba ditahan daripada pembiayaan eksternal untuk membiayai kesempatan investasinya karena lebih efisien. Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan akan membutuhkan banyak dana sehingga kebijakan dividen akan terpengaruh. Semakin cepat tingkat pertumbuhan perusahaan makin besar dana yang dibutuhkan, makin besar kesempatan untuk memperoleh keuntungan, makin

besar *return earning* dalam perusahaan yang berarti makin rendah *dividen payout ratio*. Proksi yang digunakan dalam penelitian ini untuk set kesempatan investasi adalah *market to book value of assets (MBVA)*.

b.

Kinerja Keuangan

Kinerja telah dilihat dari berbagai perspektif tergantung pada tujuan dan harapan pengguna informasi yang dihasilkan. Namun, itu adalah hubungan antara input dan output dengan tujuan yang ingin dicapai. Richard (2009) berpendapat bahwa kinerja organisasi dapat dilihat dari tiga bidang utama hasil; kinerja keuangan (biasanya diukur dengan laba, laba atas aset, dan laba atas investasi; kinerja pasar produk (penjualan dan pangsa pasar); dan pengembalian pemegang saham (total pengembalian pemegang saham dan nilai tambah ekonomi). Nworji (2011) menjelaskan bahwa kinerja perusahaan adalah sebuah konsep penting yang berkaitan dengan cara dan cara di mana sumber daya keuangan yang tersedia untuk suatu organisasi digunakan secara bijaksana untuk mencapai tujuan perusahaan secara keseluruhan dari suatu organisasi. Itu membuat organisasi dalam bisnis dan menciptakan prospek yang lebih besar untuk peluang masa depan.

Marfuah dan Nindya (2017) menyatakan bahwa salah satu faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan yaitu kinerja keuangan. Kinerja keuangan perusahaan merupakan salah satu faktor penting yang dipertimbangkan oleh para investor dalam menentukan investasi saham. Kinerja keuangan suatu perusahaan

menunjukkan kaitan yang cukup erat dengan penilaian mengenai sehat atau tidak sehatnya suatu perusahaan (Marfuah dan Nindya, 2017). Kondisi saat kinerja keuangan perusahaan baik maka, nilai perusahaannya akan tinggi dan begitu juga sebaliknya disaat perusahaan buruk maka, nilai perusahaan akan turun. Nilai perusahaan yang tinggi akan menarik para investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan sehingga, akan terjadi kenaikan harga saham, sedangkan disaat kinerja keuangan perusahaan buruk maka, akan menyebabkan penurunan harga saham.

Indikator yang digunakan untuk memprediksi kebijakan dividen adalah hasil penilaian kinerja keuangan. Indikator penilaian kinerja keuangan dalam penelitian ini meliputi rasio leverage, profitabilitas dan pertumbuhan laba. Indikator kebijakan dividen diukur dengan menggunakan dividend payout ratio. Rasio pembayaran dividen menjadi indikator kebijakan untuk menentukan berapa proporsi dividen yang akan dibagikan kepada investor.

Ada banyak cara untuk merepresentasikan kinerja perusahaan. Diantaranya, yang paling umum digunakan terutama di pasar saham oleh investor adalah kinerja keuangan. Selanjutnya ada banyak indikator kinerja keuangan. Kinerja keuangan dalam bentuk rasio mencakup beberapa konsep dan dikelompokkan menjadi profitabilitas, likuiditas, leverage, rasio investasi-pemegang saham, dan utilisasi. Pengaruh kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan memberikan kekayaan yang maksimal kepada pemegang saham ketika harga saham naik. Semakin tinggi harga saham suatu perusahaan, maka semakin tinggi pula kekayaan pemegang saham (Jensen, 2010; Fama, 1978; Wright dan Ferris, 1997; Walker, 2000). Nilai

perusahaan atau yang dikenal dengan nilai perusahaan merupakan konsep penting bagi investor, karena merupakan indikator untuk menilai pasar perusahaan secara keseluruhan.

Faktor rasio keuangan digunakan oleh investor terutama untuk melakukan analisis fundamental dalam dunia investasi. Investor dapat melihat kinerja perusahaan melalui rasio keuangan. Investor dapat mengambil keputusan investasi dengan melakukan analisis kinerja. Selain itu, faktor penting yang harus diperhatikan adalah harga saham ketika berinvestasi pada perusahaan yang terdaftar di pasar modal. Harga saham secara umum mencerminkan nilai suatu perusahaan di mata masyarakat (Samsuar, 2017).

Dalam bisnis investasi, rasio keuangan merupakan faktor utama yang digunakan investor dalam melakukan analisis fundamental. Melalui rasio keuangan, investor dapat mengetahui kinerja suatu perusahaan. Berdasarkan kinerja tersebut, investor dapat mengambil keputusan investasi. Selain itu, harga saham merupakan faktor penting yang perlu diperhatikan investor ketika berinvestasi pada perusahaan yang terdaftar di pasar modal. Harga saham umumnya mencerminkan nilai suatu perusahaan di mata publik (Samsuar, 2017). Pasar modal memiliki peran penting dalam perekonomian Indonesia. Hal ini dikarenakan pasar modal menjalankan dua fungsi utama, yaitu sebagai sarana investasi/pendanaan usaha dan sebagai sarana bagi perusahaan untuk memperoleh sumber dana dari investor.

Berdasarkan uraian tersebut, dapat disimpulkan bahwa penting untuk mengevaluasi kinerja keuangan perusahaan secara berkala. Hasil penilaian kinerja keuangan akan menjadi bahan pertimbangan bagi investor untuk memprediksi

kebijakan dividen yang akan diambil oleh manajemen perusahaan. Hasil prediksi tersebut akan mempengaruhi investor dalam mengambil keputusan investasi; bagi manajemen perusahaan, penilaian kinerja keuangan menjadi penting sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan yang berkaitan dengan kebijakan dividen (seperti apakah akan mengambil kebijakan untuk membagikan dividen, dan seberapa besar proporsi dividen yang akan dibagikan); sedangkan bagi akuntan penting sebagai penyajian informasi keuangan sehingga dapat memberikan manfaat bagi pemakainya.

Profitabilitas merupakan elemen penting bagi perusahaan yang memfokuskan pada laba. Bagi pimpinan perusahaan, profitabilitas dapat dijadikan sebagai tolok ukur untuk mengetahui keberhasilan dari perusahaan yang dipimpin, sedangkan bagi investor profitabilitas dapat dijadikan sinyal dalam melakukan investasi pada suatu perusahaan tertentu. Profitabilitas bagi perusahaan merupakan kemampuan penggunaan modal kerja tertentu untuk menghasilkan laba tertentu sehingga perusahaan tidak mengalami kesulitan dalam mengembalikan hutang-hutangnya baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang serta pembayaran dividen bagi para investor yang menanamkan modal pada perusahaan tersebut (Ririn Araji dan Haryetti, 2012:2). Semakin tinggi profitabilitas suatu perusahaan maka dividen yang dibagikan kepada pemegang saham juga semakin tinggi. Variabel profitabilitas yang digunakan dalam penelitian ini diproksikan dengan Return on Aquity (ROA).

Tingkat profitabilitas diprediksi akan berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi tingkat profitabilitas, semakin tinggi prediksi rasio pembayaran

dividen. Jika perusahaan memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi, maka keuntungan yang diperoleh perusahaan juga tinggi, sehingga diharapkan keuntungan yang tersedia untuk dibagikan kepada investor juga akan semakin tinggi. Penelitian ini menggunakan indikator return on assets untuk mengukur profitabilitas.

Nilai perusahaan juga tercermin dari kinerja keuangan perusahaan tersebut, salah satunya dapat terlihat dari tingkat profitabilitas perusahaan. Profitabilitas merupakan suatu indikator kinerja yang dilakukan oleh manajemen perusahaan dalam mengelola kekayaan perusahaan yang ditunjukkan oleh laba yang dihasilkan perusahaan. Laba yang dihasilkan perusahaan berasal dari penjualan dan keputusan investasi yang dilakukan perusahaan. Profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan yang bagus sehingga investor akan merespon positif dan nilai perusahaan akan meningkat (Sujoko dan Soebintoro, 2007).

Lintner (1956) berpendapat bahwa kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba merupakan indikator utama dari kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Jadi, profitabilitas merupakan faktor yang paling menentukan terhadap dividen. Namun beberapa penelitian lain menyebutkan bahwa perusahaan cenderung memilih investasi baru daripada membayar dividen yang tinggi jika kondisinya bagus, berkembang dengan baik dan memiliki profitabilitas yang tinggi.

Menurut Harahap (2013) leverage adalah rasio yang menggambarkan hubungan antara utang terhadap modal, rasio ini dapat melihat seberapa jauh perusahaan dibiayai oleh utang atau pihak luar kemampuan perusahaan yang digambarkan oleh modal. Apabila dana internal tidak mencukupi, maka perusahaan dituntut untuk melakukan pendanaan eksternal yang biasanya lebih mengutamakan

pendanaan utang daripada saham. Sehingga leverage perusahaan digunakan untuk pembayaran dividen agar dapat menjaga performa dan sinyal perusahaan bagi investor. Perusahaan yang memiliki rasio utang lebih besar akan membagikan dividen lebih rendah karena laba yang diperoleh digunakan untuk melunasi kewajiban perusahaan (Pasadena, 2013). Variabel leverage yang digunakan dalam penelitian ini diproksikan dengan debt to equity ratio (DER).

Rasio leverage menunjukkan sampai sejauh mana efek dengan pendapatan tetap digunakan suatu perusahaan dalam struktur modal (Brigham dan Houston, 2011: 165). Dalam penelitian ini DER mewakili rasio hutang diproksikan Debt to equity ratio dimana adanya perbandingan hutang dengan modal sendiri. Perusahaan menetapkan dimana pelunasan hutang diambil dari laba yang ditahan ini berarti perusahaan sebagian besar pendapatannya dapat ditahan dari keperluan perusahaan.

2.1.2. Pertumbuhan Perusahaan

The Gibrat's Law

The Gibrat's Law merupakan teori tentang hubungan antara pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan yang bermula dari penelitian seorang pakar ekonomi yang berkebangsaan Perancis, yakni Gibrat (1931). Gibrat menganalisa ukuran perusahaan manufaktur yang ada di Perancis selama periode 1896-1921. Teori Gibrat menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan merupakan sebuah proses stokastik yang dihasilkan oleh beberapa variabel acak yang belum terobservasi dan tidak bergantung pada ukuran perusahaan yang diamati pada periode awal pengamatan. Jadi, dengan kata lain, Hukum Gibrat yang dikenal

sebagai Hukum proporsional dan juga menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan adalah berjalan acak, tidak tergantung ukuran perusahaan (Coad, 2009).

Teori pertumbuhan perusahaan dan kemampuan perusahaan bertahan

Evans (1987) mengemukakan teori yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan menurun akibat peningkatan umur perusahaan dan ukuran perusahaan. Kemungkinan kemampuan perusahaan untuk bertahan dalam industri akan meingkat siring dengan meningkatnya umur dan ukuran perusahaan. Variabilitas pertumbuhan perusahaan akan berkurang seiring bertambahnya umur perusahaan. Teori yang dikemukakan oleh Evans (1987) tersebut menentang teori Gibrat yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak dipengaruhi oleh ukuran perusahaan. Adapun teori Evans (1987) tersebut merupakan kelanjutan dari temuan Jovanovic (1982) yang menyatakan bahwa antara pertumbuhan perusahaan dengan lamanya waktu perusahaan berdiri terdapat hubungan negatif. Perbedaan antara Evans (1987) dengan Gibrat (1931) terletak pada jenis industri yang diteliti, Gibrat menggunakan industri yang memproduksi barang homogen, sedangkan Evans tidak.

Pertumbuhan perusahaan menunjukkan alokasi investasi aset yang dilakukan perusahaan. Thanatawee (2013) menjelaskan bahwa kondisi pertumbuhan perusahaan merupakan salah satu pertimbangan yang diperhatikan manajemen dalam membuat keputusan terkait kebijakan dividen. Perusahaan akan cenderung meningkatkan laba ditahan dan menurunkan tingkat pembayaran dividen kepada pemegang saham ketika dirasa terdapat kesempatan investasi yang menguntungkan di masa mendatang untuk menghindari ketergantungan terhadap penggunaan sumber dana eksternal.

Salah satu cara untuk mencapai pertumbuhan laba adalah melalui pengambilan keputusan investasi yang baik. Semakin tinggi pertumbuhan laba suatu perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan lebih memilih untuk menginvestasikan kembali laba yang diperoleh (laba ditahan) daripada membagikan dividen kepada investor. Sebaliknya, jika pertumbuhan laba perusahaan cenderung rendah dan peluang investasi kurang menguntungkan, maka perusahaan lebih cenderung mengambil kebijakan untuk membagikan dividen. Jadi, semakin tinggi tingkat pertumbuhan laba suatu perusahaan, maka semakin tinggi pula dana yang dibutuhkan untuk membiayai pertumbuhan tersebut (kesempatan investasi), yang akan menyebabkan semakin rendahnya pembagian dividen kepada investor. Penelitian ini menggunakan indikator pertumbuhan laba bersih untuk mengukur pertumbuhan laba perusahaan.

Dalam publikasi pertamanya, Penrose (1995) mendefinisikan pertumbuhan perusahaan dalam dua cara yang berbeda. Pertama, Penrose merujuk pada pertumbuhan perusahaan sebagai peningkatan dalam jumlah tertentu, mis., Pertumbuhan parameter tertentu seperti penjualan, produksi, atau ekspor. Kedua, Penrose mendefinisikan pertumbuhan perusahaan sebagai proses pengembangan spesifik, mirip dengan proses biologis, menghasilkan peningkatan ukuran atau peningkatan kualitas.

Mirip dengan pendekatan Penrose adalah klasifikasi pertumbuhan menjadi aspek kuantitatif dan kualitatif. Sedangkan pertumbuhan perusahaan kuantitatif mengacu pada peningkatan parameter terukur yang mewakili ukuran perusahaan, pertumbuhan kualitatif sesuai dengan peningkatan kriteria yang kurang terukur,

misalnya kualitas produk atau kualitas hubungan pelanggan (Hutzschenreuter & Hungenberg, 2006).

Namun, pertumbuhan perusahaan tidak selalu mengarah pada penciptaan nilai. Pertumbuhan yang berlebihan bahkan dapat menghancurkan nilai perusahaan. Sebaliknya, perusahaan yang menyusut, misalnya dengan mendivestasikan area bisnis tertentu, dapat meningkatkan nilai perusahaan. Salah satu alasannya adalah bahwa pertumbuhan perusahaan dapat mempengaruhi penyebaran pengembalian perusahaan (Horstkotte, 2011). Pertumbuhan perusahaan dapat secara positif mempengaruhi penyebaran pengembalian, misalnya, dengan mewujudkan skala ekonomi, dan mungkin juga terkait dengan efek negatif, misalnya, biaya perubahan dan kompleksitas (Hutzschenreuter, 2006;Tingler, 2015).

2.1.3. Kebijakan Dividen

Kebijakan pembayaran dividen mempunyai pengaruh bagi pemegang saham dan perusahaan yang membayar dividen. Para pemegang saham umumnya menginginkan pembagian dividen yang relatif stabil karena hal tersebut akan mengurangi ketidakpastian akan hasil yang diharapkan dari investasi yang mereka lakukan dan juga dapat meningkatkan kepercayaan pemegang saham terhadap perusahaan sehingga nilai saham juga dapat meningkat.

Agency theory yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976) pada dasarnya menjelaskan bahwa dividen berfungsi sebagai salah satu sarana monitoring perilaku manajemen dan karenanya berperan meminimalkan agency cost yang timbul dari potensi conflict of interest antara pemegang saham (pemilik perusahaan) dan agen (manajer), atas dasar ini pasar akan mereaksi positif / negatif

terhadap kenaikan atau penurunan dividen. Perbedaan keinginan tersebut yang menyebabkan timbulnya konflik antara manajer (agent) dan pemegang saham, konflik ini sering disebut agency problem, konflik tersebut dalam kenyataan menimbulkan sejumlah biaya yang lazim disebut agency cost. Variabel Agency Cost yang digunakan dalam penelitian ini diproksikan dengan kepemilikan institusional. Semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional maka semakin tinggi juga dividen yang dibayarkan.

Dividen adalah tingkat pengembalian atau hasil yang diharapkan akan diterima oleh investor dari kegiatan investasinya. Kegiatan investasi akan menghadapkan investor pada berbagai macam risiko dan ketidakpastian. Untuk mengurangi risiko dan ketidakpastian yang akan terjadi, investor membutuhkan informasi yang relevan baik secara makro (seperti iklim ekonomi dan politik di suatu negara) maupun mikro (seperti informasi keuangan perusahaan). Informasi yang disajikan dalam laporan keuangan perusahaan secara berkala menjadi dasar penilaian kinerja dan pengambilan keputusan investasi bagi investor.

Dalam hubungannya dengan pendapatan dividen, para investor umumnya menginginkan pembagian dividen yang relatif stabil dan dalam bentuk tunai. Hal ini dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan sehingga mengurangi ketidakpastian investor dalam menanamkan dananya kedalam perusahaan.

Kebijakan dividen suatu perusahaan juga akan mempengaruhi abnormal return. Nilai dividen yang lebih tinggi dapat meningkatkan harga saham karena investor memiliki kepastian tentang investasinya. Harga saham yang tinggi akan

mempengaruhi return yang positif. Tingginya return saham akan berdampak pada tingginya nilai abnormal return (Ulfah & Paramu, 2017). Oleh karena itu, nilai dividen yang lebih tinggi dapat meningkatkan harga saham dan distribusi pengembalian kepada investor. Hal ini dapat menarik investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan yang tergolong dalam JII.

Kebijakan dividen perusahaan dapat dicerminkan dengan Dividend Payout Ratio (DPR), yaitu persentase keuntungan yang dibagikan dalam bentuk dividen tunai. Artinya besar kecilnya DPR akan mempengaruhi keputusan pemegang saham dan sebaliknya juga akan mempengaruhi kondisi keuangan perusahaan. Keputusan yang tidak tepat berpotensi membuat perusahaan menghadapi kesulitan pendanaan di masa depan.

Studi tentang kinerja perusahaan, nilai perusahaan, dan kebijakan dividen telah dilakukan secara luas oleh banyak sarjana. Terlepas dari luasnya studi, hubungan antara kinerja keuangan, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan masih dapat diperdebatkan. Pendapat peneliti terkait hubungan kebijakan dividen dan nilai perusahaan dapat dibedakan menjadi 2 mainstream. Pendapat pertama menunjukkan bahwa kebijakan dividen relevan dengan nilai perusahaan (Dhanani, 2005; Kouki dan Guizani, 2009; Howatt, 2009), yang terkenal dengan teori signaling dan bird in hand. Pendapat kedua, mengikuti Miller dan Modigliani (1961), bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan (seperti Farsio, Geary, dan Moser, 2004). Diantara peneliti yang mendukung pendapat pertama, kembali muncul dengan argumentasi yang berbeda. Pendapat pertama menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (seperti Howatt,

2009; Amidu, 2007; Kouki dan Guizani, 2009). Dividen adalah bagian keuntungan yang dibagikan kepada pemegang saham dalam jumlah yang sebanding dengan jumlah saham yang dimiliki. Selanjutnya, dividen dapat mempengaruhi harga saham.

Oleh karena itu, kebijakan dividen dianggap sebagai salah satu keputusan keuangan terpenting yang dapat mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Dividen dianggap sebagai elemen penting yang masuk ke dalam proses pembiayaan sendiri dan keputusan investasi perusahaan, jika keputusan tersebut bergantung pada kas yang tersedia yang dihasilkan dari kegiatan operasional, serta pengaruh keputusan ini terhadap peluang investasi yang tersedia bagi perusahaan. Meskipun masih menjadi kontroversi antara peneliti dan analis keuangan, kebijakan dividen ditandai dengan ambiguitas dan kegagalan untuk memahami semua aspeknya. Studi saat ini mencoba untuk menghilangkan ambiguitas ini dan memfokuskan masalah ini melalui analisis dampak kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan perusahaan di negara berkembang seperti Yordania.

Banyak penelitian telah dilakukan untuk membahas masalah ini, yang paling terkenal adalah hipotesis Miller dan Modigliani (1961), yang menegaskan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh pada nilai pasar perusahaan atau kinerja keuangannya. Pertanyaannya, bagaimanapun, adalah apakah hasil ini akan sama di negara berkembang seperti Yordania. Bursa Efek Amman dianggap sebagai salah satu pasar keuangan Arab yang aktif dan mencakup sejumlah besar sektor yang berbeda dengan perusahaan yang berbeda yang sangat mementingkan kebijakan dividen. Oleh karena itu, ada kebutuhan untuk mengukur dampak dividen terhadap kinerja di negara-negara berkembang.

Dividend Irrelevance Theory menekankan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai saham perusahaan maupun biaya modal. Ini karena nilai saham perusahaan tergantung pada kapasitas pendapatan perusahaan dan risiko aset yang dimiliki oleh perusahaan. Dividen dapat mempengaruhi nilai saham perusahaan karena efek informasi yang berkaitan dengan harapan manajemen dan efek klien di mana pola pembayaran menarik pemegang saham karena preferensi dividen. Dengan demikian, nilai saham perusahaan tidak tergantung pada kebijakan dividen perusahaan dalam kondisi pasar yang sempurna (Miller & Modigliani, 1961). Namun, beberapa orang berpendapat bahwa situasi ideal Miller dan Modigliani adalah situasi hipotetis dan tidak benar-benar ada karena kita tidak dapat mengabaikan faktor-faktor seperti biaya transaksi, pajak, inflasi, dan kebangkrutan. Oleh karena itu, kebijakan dividen dan kinerja perusahaan saling bergantung dan pemegang saham lebih menyukai kebijakan dividen yang lebih tinggi (McCabe, 1979; Anderson, 1983 dan Abor & Bokpin, 2010). Kebijakan dividen suatu perusahaan dapat mempengaruhi nilai saham perusahaan dan pada akhirnya akan mengarah pada maksimalisasi kekayaan pemegang saham (Barker et al, 2001). Quantum of wealth maximization merupakan parameter penting dari kinerja perusahaan (Azhagaiah & Priya, 2008). Faktor-faktor seperti kuantum dividen yang dibayarkan, keuntungan historis dan proyek dan pola pertumbuhan pendapatan dll telah mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan (Pruitt & Gutman, 1991). Berbeda dengan bunga, dividen bukan merupakan kewajiban tetap bagi perusahaan.

Saham perusahaan yang membayar dividen lebih tinggi diperdagangkan pada harga yang lebih tinggi di pasar modal karena pemegang saham lebih mengutamakan hasil saat ini daripada apresiasi modal di masa depan, yang tidak pasti. Ini adalah inti dasar teori bird-in-the-hand. Dividen dianggap relatif lebih pasti daripada apresiasi modal sehingga perusahaan harus mempertahankan rasio pembayaran dividen yang lebih tinggi dan memfasilitasi hasil dividen yang lebih tinggi. Kebijakan ini akan membantu pergerakan harga saham ke atas (Lintner J, 1956; 1962).

Frekuensi dimana perusahaan dapat mengakses pasar ekuitas untuk meningkatkan modal tambahan meningkat dengan peningkatan pembayaran dividen. Biaya keagenan yang timbul dari ketidaksepakatan antara kepemilikan dan kontrol mempengaruhi kebijakan dividen (Easterbrook, 1984). Manajer tidak perlu selalu mengadopsi kebijakan dividen yang akan mengarah pada maksimalisasi kekayaan bagi pemegang saham. Manajer juga dapat memilih kebijakan dividen yang dapat memaksimalkan keuntungan pribadi mereka. Beberapa ekonom keuangan berpendapat bahwa rasio pembayaran dividen yang lebih tinggi dapat mengurangi arus kas bebas yang tersisa bagi para manajer, namun mereka lebih suka membayar dividen untuk memastikan maksimalisasi kekayaan bagi pemegang saham (DeAngelo & DeAngelo, 2006; DeAngelo et. al., 2007).

2.1.4. Nilai Perusahaan

2.6. Hubungan Antarvariabel

Pengaruh Fundamental Makro Terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Tujuan utama dari kebijakan ekonomi makro adalah untuk mendorong pertumbuhan ekonomi dan menjaga inflasi pada tingkat yang rendah. Kata inflasi membunyikan lonceng di ekonomi pasar dunia. Ini adalah masalah yang mengancam semua ekonomi karena efek yang tidak diinginkan. Masalah inflasi tentunya bukanlah fenomena baru. Ini telah menjadi masalah utama negara selama bertahun-tahun. Inflasi adalah kata rumah tangga di banyak ekonomi berorientasi pasar. Ada konsensus tingkat tinggi di antara banyak ekonom, gubernur bank sentral, pembuat kebijakan dan praktisi bahwa salah satu tujuan mendasar dari kebijakan makroekonomi baik di negara maju dan berkembang adalah untuk mempertahankan pertumbuhan ekonomi yang tinggi bersama dengan inflasi satu digit yang rendah (artinya bahwa inflasi sangat rendah) (Chude & Chude, 2015).

Penelitian yang dilakukan Dmalauddin, et al (2017) untuk mengetahui seberapa besar pengaruh fundamental mikro dan makro terhadap ekspektasi return saham melalui nilai perusahaan pada sektor properti dan real estate di bursa efek Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa faktor mikro berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan secara makro tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Faktor fundamental mikro dan makro tidak mempengaruhi ekspektasi return saham. Faktor fundamental mikro, makro melalui nilai perusahaan yang signifikan terhadap return saham yang diharapkan.

Tingkat bunga mempengaruhi semua sektor ekonomi melalui biaya hutang dan ketersediaan uang dan kredit dan ini dapat mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk mengakses sumber dana eksternal. Kebijakan fiskal mempengaruhi arus kas bersih perusahaan setelah pajak, biaya modal, dan potensi

permintaan untuk produknya, dan kelangsungan hidup. Sebelum liberalisasi suku bunga, suku bunga ditentukan melalui kontrol administratif dan setelah liberalisasi oleh kekuatan pasar (Loto, 2012). Faktor-faktor yang sekarang menentukan suku bunga meliputi; ekspektasi inflasi, perbedaan tingkat bunga riil, kelebihan likuiditas dan perbedaan tingkat bunga dalam dan luar negeri, yaitu ketika tidak ada pembatasan pergerakan modal. Perusahaan harus menghadapi fluktuasi suku bunga variabel yang tidak dapat diprediksi terutama selama krisis kredit ketika menghadapi lebih banyak persyaratan keuangan bank mereka. Untuk mengakomodasi perusahaan yang menderita utang berbunga tinggi, derivatif suku bunga dibuat untuk mengubah atau memperbaiki harga utang ke tingkat perusahaan yang sesuai (Dick, 2014).

Teori menjelaskan bahwa perubahan nilai tukar akan mempengaruhi operasi luar negeri perusahaan dan keuntungan keseluruhan. Hal ini pada gilirannya akan mempengaruhi harga sahamnya. Sifat perubahan harga saham akan tergantung pada karakteristik multinasional perusahaan. Terkadang pembuat kebijakan menganjurkan mata uang yang lebih murah untuk meningkatkan sektor ekspor. Mereka harus menyadari apakah kebijakan seperti itu dapat menekan pasar saham. Kedua, hubungan antara dua pasar dapat digunakan untuk memprediksi jalur nilai tukar. Ini akan menguntungkan perusahaan multinasional dalam mengelola eksposur mereka terhadap kontrak asing dan risiko nilai tukar menstabilkan pendapatan mereka. Ketiga, mata uang lebih sering dimasukkan sebagai aset dalam portofolio dana investasi. Pengetahuan tentang hubungan antara nilai tukar mata uang dan aset lainnya dalam portofolio sangat penting untuk kinerja dana tersebut.

Pendekatan mean-variance untuk analisis portofolio menunjukkan bahwa pengembalian yang diharapkan tersirat oleh varians portofolio. Studi Ali et. Al. (2010) di Bursa Efek Pakistan mengungkapkan bahwa nilai tukar tidak memiliki kointegrasi dengan indeks harga bursa. Penulis melangkah lebih jauh untuk menetapkan bahwa tidak ada kausalitas yang lebih besar antara nilai tukar dan kinerja pasar saham.

Di Nigeria, dalam studi di Bursa Efek Nigeria, Asaolu dan Ogunmakinwa (2011) menyelidiki sembilan (9) variabel makroekonomi. Nilai tukar ditemukan memiliki dampak positif yang signifikan terhadap harga pasar saham. Penulis melangkah lebih jauh untuk menegaskan bahwa nilai tukar menyebabkan harga saham rata-rata ketika dipertimbangkan berpasangan. Sementara penelitian yang dilakukan oleh Osho dan Efunade (2019) menyimpulkan bahwa ketidakstabilan nilai tukar mempengaruhi operasi perusahaan di Nigeria.

Dalam karya Williams, (2018), ia menyelidiki dampak fluktuasi nilai tukar terhadap kinerja perusahaan di Nigeria. Setelah mencatat dampak fluktuasi nilai tukar dari literatur, menjadi penting untuk menyelidiki dampaknya dalam konteks Nigeria. Dalam penelitian ini, tujuh pertanyaan penelitian dirumuskan yang mengarah pada pengujian tujuh hipotesis. Tujuan utama dari penelitian ini adalah untuk menyelidiki secara empiris dampak fluktuasi nilai tukar terhadap pengembalian investasi. Penelitian ini menggunakan metodologi deskriptif dan metode kuadrat terkecil biasa. Ruang lingkup penelitian adalah 2012 hingga 2016 pada data panel. Dari penelitian tersebut, nilai tukar berpengaruh signifikan terhadap Return on Investment karena sebagian besar bank terlibat dalam transaksi nilai tukar. Hasil regresi menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara Return on Investment

dengan nilai tukar sebesar 145,4265. Ini menyiratkan bahwa kenaikan satu unit dalam nilai tukar 145,4265 akan membawa kenaikan 145,4265 dalam Pengembalian Investasi. Karena nilai T-calculated dalam penelitian ini adalah 0,287 yang dibandingkan dengan 0,05 yaitu $0,287 > 0,05$ kami menolak nol dan menerima hipotesis alternatif bahwa ada hubungan yang signifikan antara nilai tukar dan pengembalian investasi (kinerja perusahaan). Variabel lain yang digunakan dalam penelitian ini memiliki hubungan positif dengan return on investment. Pada hasil regresi, koefisien determinasi sangat tinggi. Hal ini menunjukkan bahwa sekitar 67 persen dari total variasi Return on Investment (ROI) dijelaskan oleh semua variabel independen dalam model.

Ayodele (2014) mengevaluasi secara empiris dampak nilai tukar terhadap perekonomian Nigeria. Studi ini menyelidiki bagaimana pengaruh ekonomi seperti nilai tukar dan tingkat inflasi mempengaruhi perubahan Produk Domestik Bruto (PDB) di Nigeria. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang dikumpulkan dari Annual Reports of Central Bank of Nigeria (CBN), Nigerian Stock Exchange (NSE), dan Nigeria Securities and Exchange Commission (SEC) yang dianalisis melalui analisis regresi berganda menggunakan Ordinary Least Squares (OLS) metode. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kedua faktor – nilai tukar dan tingkat inflasi – berpengaruh signifikan terhadap Produk Domestik Bruto dan pertumbuhan ekonomi Nigeria. Nilai tukar memiliki dampak negatif terhadap PDB karena ketika meningkat, pertumbuhan ekonomi terpengaruh secara negatif, sedangkan tingkat inflasi memberikan dampak positif pada PDB, menunjukkan bahwa perusahaan lebih bersedia untuk memproduksi ketika tingkat inflasi tinggi dan sebaliknya. Hasil

penelitian adalah bahwa pemerintah harus membuat iklim ekonomi Nigeria ramah investasi dengan memulihkan keamanan kehidupan dan properti, pembangunan infrastruktur dan peningkatan produksi lokal untuk mengurangi tekanan pada dolar dan ini akan sangat meningkatkan nilai tukar yang mendukung naira dan karenanya meningkatkan Produk Domestik Bruto.

Ebaidalla (2014) meneliti misalignment nilai tukar riil dan kinerja ekonomi di Sudan. Studi ini menyelidiki perilaku nilai tukar ekuilibrium dan misalignment nilai tukar riil di Sudan selama periode 1979-2009. Selain itu, dampak misalignment nilai tukar riil terhadap kinerja ekonomi juga dikaji. Hasil empiris menunjukkan bahwa keseimbangan nilai tukar dipengaruhi secara signifikan oleh variabel kebijakan ekonomi seperti keterbukaan perdagangan, pengeluaran pemerintah dan pajak. Hasilnya juga mengungkapkan bahwa ekonomi Sudan menunjukkan nilai tukar yang terlalu tinggi selama periode yang sedang dipertimbangkan.

Owoeye, dan Ogunmakin (2013) meneliti volatilitas nilai tukar dan kinerja bank di Nigeria. Penelitian ini menyelidiki dampak nilai tukar yang tidak stabil terhadap kinerja bank di Nigeria menggunakan dua proksi untuk kinerja bank, yaitu loan loss to total advances ratio dan capital deposit ratio. Pengeluaran pemerintah, tingkat bunga, produk domestik bruto riil ditambahkan ke nilai tukar sebagai variabel independen. Kedua model yang ditentukan menunjukkan bahwa dampak nilai tukar terhadap kinerja bank sensitif terhadap jenis proxy yang digunakan untuk kinerja bank. Loan loss to total advance ratio menunjukkan bahwa fluktuasi nilai tukar dapat mempengaruhi kemampuan pemberi pinjaman untuk mengelola pinjaman yang mengakibatkan tingginya tingkat kredit macet sedangkan rasio setoran modal tidak

memiliki hubungan yang signifikan dengan nilai tukar. Rekomendasi inti dari penelitian ini adalah nilai tukar yang stabil diperlukan untuk meningkatkan kemampuan sektor perbankan dalam menyalurkan kredit ke perekonomian. Sedangkan penelitian Koskei (2017) menemukan hasil dari estimasi panel menunjukkan bahwa risiko nilai tukar mempengaruhi return saham dari lembaga keuangan yang terdaftar di Kenya. Studi ini merekomendasikan bahwa pemerintah Kenya harus meningkatkan stabilitas faktor ekonomi makro seperti nilai tukar mata uang asing melalui kebijakan moneter karena mempengaruhi kinerja bursa efek dan return saham.

Penelitian (Damodaran dalam Hidayat, 2009) menyatakan bahwa tingkat bunga mempengaruhi keputusan deviden sedangkan penelitian (Ardiyanti, 2015) menyatakan bahwa tingkat suku bunga berpengaruh negative dan tidak signifikan terhadap *dividen payout ratio*. Penelitian (Hwihanus, Tri Ratnawati, dan Indrawati Yuhertiana, 2018) menyatakan bahwa fundamental makro berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Studi ini berkontribusi pada literatur dalam beberapa cara. Pertama, sektor keuangan dapat menjadi mesin pertumbuhan dan sumber kerapuhan dan krisis ekonomi secara keseluruhan. Sejak 1997, krisis keuangan besar yang terus berlanjut telah membuat Indonesia terpuruk dan menderita lama. Levine (2005) dan Beck (2009) misalnya menunjukkan bahwa pendalaman keuangan adalah bagian penting dari keseluruhan proses pembangunan suatu negara. Kajian ini akan semakin memperdalam pemahaman kita tentang bagaimana hubungan antar

variabel dalam kasus bursa efek Indonesia. Kedua, kebijakan dividen berbeda-beda antar negara (Abdelsalam, El-Masry, dan Elsegini, 2008; LaPorta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, dan Vishny, 2000), sehingga demikianlah hubungan antar variabel. Ada perbedaan yang mencolok antara pasar Indonesia dan negara maju. Penelitian ini akan memperkaya literatur terkait kebijakan dividen, kinerja perusahaan, dan hubungan nilai perusahaan.

Menurut Prawira dan Purnawati (2016) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hasil berbeda yaitu, profitabilitas tidak berpengaruh ditemukan oleh Islamiyah (2012).

Lomapow dan Tumiwa (2017) dalam penelitiannya menemukan bahwa hasil pengujian menunjukkan kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan; Selanjutnya ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan; dan terakhir, produktivitas perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian Karami (2011) dan Wicaksana (2012) menemukan bahwa semakin besar utang perusahaan maka semakin besar dana yang harus disediakan untuk melunasi utang sehingga akan mengurangi jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Sedangkan, Deitina (2009) dan Mardaleni (2014) menemukan bahwa leverage tidak berpengaruh pada kebijakan dividen.

Berdasarkan penelitian terdahulu yang berhubungan dengan kebijakan dividen, Novianti (2017), Jatmiko (2016), Yudiana & Yadnyana (2016), Silaban & Purnawati, Fathonah & Amanah (2016), Novitasari & Sudjarni (2015), Leon & Putra (2014), Al-Kuwari (2009), Dewi (2008). Penelitian tersebut menggunakan variabel

independen yaitu Profitabilitas, Growth, Kebijakan Hutang, Kepemilikan Institusional, Agency Cost, Kepemilikan Manajerial, Leverage, Investment Opportunity Set, Free Cash Flow, Debt to Equity Ratio. Berdasarkan variabel independen tersebut penulis menemukan bahwa Free Cash Flow, Debt to Equity Ratio (DER) dan Ukuran Perusahaan masih terdapat hasil yang inkonsisten.

Penelitian Putri dan Suwitho (2016) menemukan adanya pengaruh positif ROA terhadap nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan Putri dan Suwitho (2016) ini juga menemukan *corporate social responsibility disclosure* mampu memoderasi ROA terhadap nilai perusahaan. Namun, penelitian yang dilakukan Susianti dan Yasa (2013), menemukan bahwa ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, namun *corporate social responsibility disclosure* mampu memoderasi ROA terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Rochmah dan Fitria (2017) juga menemukan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, serta kebijakan dividen mampu secara signifikan memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Penelitian Setyawan dan Akmalia (2016) juga menunjukkan hasil kebijakan dividen mampu memperkuat hubungan kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Puspitaningtyas (2017), menemukan hasil bahwa kebijakan dividen tidak mampu meningkatkan pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Zaman (2018) menguji pengaruh cash ratio, debt to equity ratio, dan return on assets to dividend payout ratio pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode pengamatan

2010-2014. Hasil analisis menunjukkan bahwa variabel cash ratio dan return on asset berpengaruh positif dan signifikan, sedangkan variabel debt to equity ratio berpengaruh negatif dan signifikan terhadap dividend payout ratio.

Penelitian yang dilakukan oleh Thamrin, Et al (2017) menganalisis pengaruh profitabilitas dan corporate governance structure terhadap kebijakan dividen dan dampaknya terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Profitabilitas berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan sebagai kebijakan dividen yang dimediasi. Struktur corporate governance berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Struktur corporate governance berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Struktur tata kelola perusahaan berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan sebagai kebijakan dividen yang dimediasi. Kebijakan dividen berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Beberapa penelitian sebelumnya memiliki hasil yang berbeda dimana (Bakar & Rosbi, 2019) meneliti abnormal return yang menyatakan bahwa kinerja perusahaan negatif dibandingkan dengan pasar, sehingga kinerja pasar lebih baik dari kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa nilai abnormal return menurut pasar adalah negatif dengan menggunakan metode Market Adjusted Cumulative Abnormal Return (MACAR). Jadi, dapat disimpulkan bahwa kinerja perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap penyesuaian pasar kumulatif abnormal return. Selain itu, penelitian yang dilakukan oleh (Ulfah & Paramu, 2017)

menyatakan bahwa DPR tidak berpengaruh signifikan terhadap Abnormal Return. Sedangkan hasil penelitian berbeda yang dilakukan oleh (Utami & Murwaningsari, 2017) menyatakan bahwa Dividend Pay-out Ratio berpengaruh signifikan terhadap return saham.

Beberapa penelitian telah mencoba untuk membangun hubungan kebijakan dividen dengan rasio seperti profitabilitas, utang terhadap ekuitas dll. Return on Assets memiliki korelasi positif dengan rasio pembayaran dividen sedangkan debt to equity ratio dan return on equity memiliki korelasi negatif dengan rasio pembayaran dividen (Khan et al, 2016). Analisis regresi yang dilakukan pada perusahaan Nigeria mengungkapkan bahwa kebijakan terbagi memiliki hubungan positif dengan rasio profitabilitas (Adediran dan Alade, 2013). Dengan demikian, kebijakan dividen yang efektif akan memungkinkan perusahaan menarik investor.

Kolawole, E. et al (2018) melalui penelitian mereka menyimpulkan bahwa pembayaran dividen dan rasio retensi memiliki dampak positif terhadap EPS di perusahaan minyak dan gas Nigeria yang mereka amati.

Priya, et al (2013) menganjurkan bahwa rasio kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap semua rasio kinerja perusahaan kecuali return on investment (ROI) dan return on equity (ROE). EPS, P/E dan PB berkorelasi signifikan dengan ROA sedangkan P/E berkorelasi signifikan dengan ROE. Akhirnya EPS dan PB berkorelasi signifikan dengan ROE.

Yegon, C., Cheruiyot, J. & Sang, J. (2014) menemukan bahwa ada hubungan positif yang signifikan antara kebijakan dividen organisasi dan profitabilitas perusahaan, ada juga hubungan positif yang signifikan antara kebijakan

dividen dan investasi dan ada hubungan positif yang signifikan antara kebijakan dividen dan investasi dan ada hubungan positif yang signifikan antara kebijakan dividen dan investasi. hubungan positif yang signifikan antara kebijakan dividen dan Earning Per Share.

Khan, W., Naz, A. (2013) Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas setiap perusahaan berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen sedangkan leverage tidak berpengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen perusahaan.

Nishant B. Labhane, Jitendra Mahakud (2016) dengan menggunakan model data panel statis membuktikan bahwa perusahaan dengan profitabilitas, maturitas dan likuiditas yang lebih besar cenderung memiliki rasio pembayaran yang lebih tinggi sedangkan perusahaan dengan peluang investasi yang lebih tinggi, leverage dan risiko bisnis memiliki kemungkinan pembayaran dividen yang lebih rendah. .

Kanwal, M. & Hameed, S. (2017). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Masum, A. (2014) Pendekatan data panel digunakan untuk melihat hubungan antara dividen dan harga saham dengan mempertimbangkan Earning per Share, Return on Equity, Retention Ratio yang berkorelasi positif dengan Harga Saham, sedangkan Dividend Yield dan Laba setelah Pajak memiliki hubungan negatif, hubungan yang tidak signifikan dengan harga saham. Dengan demikian, penelitian ini menunjukkan bahwa Kebijakan Dividen berpengaruh positif signifikan terhadap Harga Saham.

Hasil penelitian Khan, et al (2016) menunjukkan bahwa dividend payout ratio dan leverage memiliki hubungan negatif yang signifikan dengan return on equity

dalam penelitiannya pada saham yang terdaftar di PSE. Sedangkan hubungan positif ditemukan antara return on assets, kebijakan dividen, dan pertumbuhan penjualan.

Thirumagal, P.G. dan Vasantha, S. (2018) mengamati dampak negatif pengumuman kebijakan dividen terhadap harga saham industri Otomotif, Infrastruktur & Konstruksi, Energi, Teknologi Informasi dan Farmasi. Studi ini menemukan bahwa pembayaran dividen memiliki dampak negatif yang signifikan terhadap kekayaan pemegang saham untuk sebagian besar industri India. Terdapat perbedaan harga saham yang signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman dividen.

Pembayaran dividen adalah salah satu komponen penting untuk meningkatkan kinerja harga saham perusahaan. Sebagian besar penelitian menganjurkan bahwa kebijakan dividen memiliki dampak positif terhadap profitabilitas, khususnya EPS (Kolawole, E. et al (2018), Priya, et al (2013), Yegon, C., Cheruiyot, J. & Sang, J. (2014), Khan, W., Naz, A. (2013), Nishant B. Labhane, Jitendra Mahakud (2016), Kanwal, M. & Hameed, S. (2017), Masum, A. (2014) sedangkan sangat beberapa penelitian menunjukkan bahwa ada dampak negatif dari kebijakan dividen atau pengumuman dividen terhadap harga saham/kinerja perusahaan (Khan, et al (2016), Thirumagal, PG dan Vasantha, S. (2018).

Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Hasil penelitian (Eli Safrida, 2014) menganalisis pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen, menganalisis pengaruh pertumbuhan perusahaan

terhadap kebijakan dividen, menganalisis pengaruh profitabilitas perusahaan dan kebijakan dividen pertumbuhan. Objek penelitian perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2011. Jumlah sampel 26 perusahaan, sampel diambil dengan menggunakan metode purposive sampling. Alat analisis data menggunakan regresi linier. Hasil yang diperoleh dari analisis data adalah profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan dan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

(Fajaria, dkk, 2018) dalam penelitian dengan menguji pengaruh profitabilitas, likuiditas, leverage, dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan, dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi, serta Ukuran Perusahaan sebagai variabel kontrol. Penelitian ini dilakukan dengan metode dokumentasi, serta teknik pengambilan sampel purposive sampling. Penelitian ini diolah dengan menggunakan program SPSS yang berjumlah 396 observasi dengan data. Dimana populasinya adalah 146 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2013 sampai 2016, dan jumlah sampel masing-masing adalah 108, 106, 94 dan 112 perusahaan. Profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan yang tinggi terbukti dapat meningkatkan Nilai Perusahaan, namun likuiditas dan leverage yang tinggi terbukti dapat menurunkan Nilai Perusahaan.

Putri dan Fidiana (2017) menemukan bahwa growth opportunity tidak mempengaruhi Nilai Perusahaan. namun Dewi dkk. (2014) dan Deli dan Kurnia (2017) menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai

perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap Nilai Perusahaan masih bervariasi.

Shabrina (2015) menemukan bahwa growth opportunity berpengaruh negatif terhadap Nilai Perusahaan, namun dapat dimoderasi oleh kebijakan dividen. Artinya semakin tinggi Firm Growth menyebabkan semakin menurunnya nilai perusahaan karena cenderung menggunakan lebih banyak hutang dibandingkan perusahaan dengan pertumbuhan rendah. Tetapi ketika kebijakan dividen dimoderasi, terjadi peningkatan Pertumbuhan Perusahaan untuk meningkatkan nilai pemegang saham.

Menurut hasil penelitian Sanjaya (2009) dan Murtini (2015) bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Hatta (2002), Saxena (2002), Corina *et al.* (2004), Suharli dan Harahap (2004), Sulistiyowati *et al.* (2010), Fira (2009), Arshad *et al.* (2013), Dewi (2014) dan Silaban (2016) menyimpulkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Penelitian Aivazian (2003) menyatakan tingkat pertumbuhan berpengaruh positif tidak signifikan karena pertumbuhan perusahaan tidak dibiayai oleh laba ditahan melainkan dari sumber dana ekstern. Tingkat pertumbuhan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen (Lopolusi, 2013).

BAB III

KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

3.1. Kerangka Konseptual

Faktor makroekonomi berdampak pada kinerja semua perusahaan manufaktur dalam suatu perekonomian. Faktor ekonomi makro mempengaruhi lingkungan ekonomi makro dan menentukan tingkat kinerja perusahaan manufaktur karena manfaat biaya modal yang timbul dari suku bunga yang menguntungkan yang berlaku di negara tersebut. Inflasi mengacu pada perubahan tingkat harga umum dalam perekonomian selama periode waktu tertentu (Santoni, 1986). Tingkat inflasi berpengaruh terhadap nilai uang dan diukur dengan perubahan indeks harga konsumen (Liow, Ibrahim & Huang, 2005). Tekanan inflasi sangat berdampak pada, leverage, likuiditas, pertumbuhan perusahaan dan kinerja perusahaan manufaktur. Tingkat inflasi yang lebih tinggi berdampak negatif pada biaya utang yang dapat meningkatkan rasio utang terhadap ekuitas dan mempengaruhi kinerja perusahaan manufaktur (DeAngelo & Masulis, 1980). Tingkat bunga yang tinggi secara signifikan mempengaruhi pendapatan dan basis modal perusahaan; dan meningkatkan biaya operasional (Keynes, 1936; Lazonick & O'Sullivan, 2000). Kenaikan suku bunga mendorong biaya modal utang yang mempengaruhi investasi, leverage, likuiditas dan kinerja perusahaan. Suku bunga membantu dalam memobilisasi sumber daya keuangan dalam mendorong pertumbuhan dan pembangunan ekonomi (Koori, 2015).

Kinerja keuangan adalah suatu analisis yang dilakukan untuk melihat sejauhmana perusahaan tersebut telah melaksanakan dan mempergunakan aturan-

aturan pelaksanaan keuangan secara baik dan benar (Fahmi, 2011). Kinerja keuangan suatu perusahaan menunjukkan kaitan yang cukup erat dengan penilaian mengenai sehat atau tidak sehatnya suatu perusahaan (Marfuah dan Nindya, 2017).

Profitabilitas merupakan elemen penting bagi perusahaan yang memfokuskan pada laba. Bagi pimpinan perusahaan, profitabilitas dapat dijadikan sebagai tolok ukur untuk mengetahui keberhasilan dari perusahaan yang dipimpin, sedangkan bagi investor profitabilitas dapat dijadikan sinyal dalam melakukan investasi pada suatu perusahaan tertentu. Profitabilitas bagi perusahaan merupakan kemampuan penggunaan modal kerja tertentu untuk menghasilkan laba tertentu sehingga perusahaan tidak mengalami kesulitan dalam mengembalikan hutang-hutangnya baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang serta pembayaran dividen bagi para investor yang menanamkan modal pada perusahaan tersebut (Ririn Araj dan Haryetti, 2012:2). Semakin tinggi profitabilitas suatu perusahaan maka dividen yang dibagikan kepada pemegang saham juga semakin tinggi.

Pertumbuhan perusahaan merupakan ukuran keberhasilan perusahaan terkait dengan investasi. Pertumbuhan perusahaan merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan untuk mempertahankan posisinya dalam industri dan pembangunan ekonomi secara umum (Kasmir, 2016). Pertumbuhan perusahaan yang terus tumbuh dapat mempengaruhi harga saham, karena pertumbuhan perusahaan akan meningkatkan pendapatan perusahaan, hal ini menandakan bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik.

Agency theory yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976) pada dasarnya menjelaskan bahwa dividen berfungsi sebagai salah satu sarana monitoring perilaku manajemen dan karenanya berperan meminimalkan agency cost yang timbul dari potensi conflict of interest antara pemegang saham (pemilik perusahaan) dan agen (manajer), atas dasar ini pasar akan mereaksi positif / negatif terhadap kenaikan atau penurunan dividen. Perbedaan keinginan tersebut yang menyebabkan timbulnya konflik antara manajer (agent) dan pemegang saham, konflik ini sering disebut agency problem, konflik tersebut dalam kenyataan menimbulkan sejumlah biaya yang lazim disebut agency cost. Variabel Agency Cost yang digunakan dalam penelitian ini diproksikan dengan kepemilikan institusional. Semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional maka semakin tinggi juga dividen yang dibayarkan. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Firmada (2014) kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Namun penelitian yang dilakukan oleh Komang dan Gusti (2016) menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Nilai perusahaan adalah persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering kali dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi akan berdampak pada nilai perusahaan yang tinggi, sehingga meningkatkan kepercayaan pasar terhadap kinerja perusahaan saat ini serta pada prospek perusahaan dimasa mendatang. Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan tujuan utama perusahaan. Meningkatnya nilai perusahaan adalah sebuah prestasi yang diinginkan oleh para pemangku

kepentingan dengan meningkatnya nilai perusahaan maka kesejahteraan para pemilik juga akan meningkat. Nilai perusahaan adalah kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh harga saham yang dibentuk oleh permintaan dan penawaran pasar modal yang merefleksikan penilaian masyarakat terhadap kinerja perusahaan (Harmono, 2011:233).

Penelitian ini dirancang untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh fundamental makro, kinerja keuangan, dan pertumbuhan perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi.

Nilai perusahaan akan tercermin apabila perusahaan tersebut dijual dan adanya calon pembeli yang bersedia membayar sesuai dengan penilaian investor terhadap perusahaan tersebut. Bagi sebagian besar perusahaan di pasar modal yang menerbitkan saham, diperjual – belikannya harga saham di bursa merupakan indikator nilai perusahaan (Suad Husnan, 2000: 11). Menurut Mahendra, dkk (2012) menyatakan kemakmuran pemegang saham dapat meningkatkan apabila harga saham perusahaan secara maksimum meningkat. Meningkatnya kemakmuran pemegang saham secara tidak langsung perusahaan harus berusaha agar dapat meningkatkan harga saham perusahaan.

Brigham dan Houston (2006: 32) mengemukakan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh tindakan-tindakan manajerial yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen. Keputusan investasi didefinisikan sebagai pengeluaran dana saat ini dimana pengembaliannya terjadi diwaktu yang akan datang. Keputusan investasi ini akan dipengaruhi oleh adanya dana dan biaya modal. Keputusan pendanaan didefinisikan sebagai keputusan yang dilakukan oleh

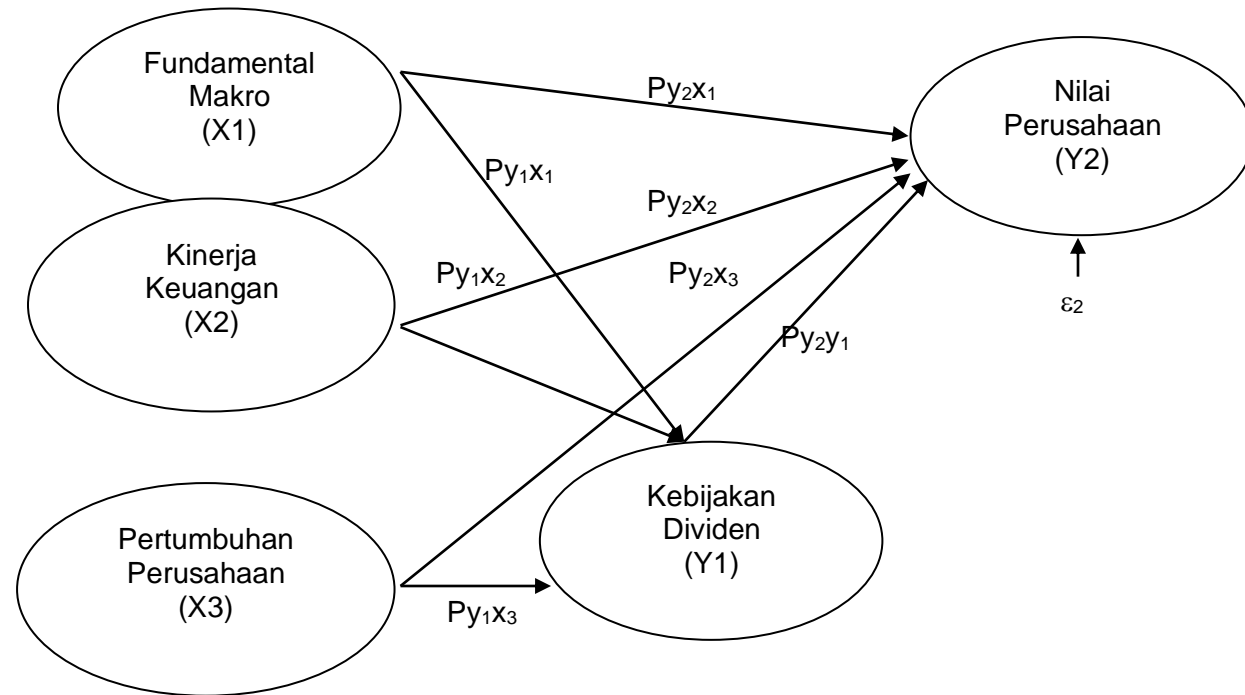
manajer keuangan yang berkaitan dengan bagaimana membiayai keputusan investasi yang akan dilakukan perusahaan sedangkan, kebijakan dividen merupakan keputusan keuangan yang dilakukan oleh perusahaan setelah perusahaan beroperasi dan memperoleh laba (Wiagustini, 2010: 165).

Terdapat tiga teori tentang kebijakan dividen yang berlawanan dalam manajemen keuangan. Menurut Modigliani & Miller (MM) yang dikenal dengan *dividend irrelevant theory* pada kondisi keputusan investasi, pembayaran dividen terhadap kemakmuran pemegang saham tidak terdapat pengaruh. Lebih lanjut MM menyatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan *earning power* dalam aset perusahaan (Wiagustini 2010: 262). Menurut Gordon dan Litner dalam *the bird in the hand theory*, ekuitas perusahaan akan mengalami kenaikan yang disebabkan oleh penurunan pembayaran dividen, karena investor lebih yakin terhadap penerimaan dan pembagian dividen dibandingkan dengan kenaikan nilai modal (*capital gain*) yang dihasilkan laba tersebut, Wiagustini (2010: 264). Sebaliknya Litzenberger & Ramaswamy dalam *the tax differential theory* berpendapat bahwa investor lebih suka untuk menerima *capital gain* yang tinggi dibanding dengan dividen yang tinggi. Dengan kata lain investor lebih menyukai perusahaan lebih menahan laba setelah pajak dimana dipergunakan untuk membiayai investasi dari pada pembayaran dividen dalam bentuk kas, Wiagustini (2010: 265). Dalam menciptakan agar pembiayaan-pembiayaan diatas perlu adanya kinerja manajemen yang maksimal dari perusahaan.

Dividen adalah tingkat pengembalian atau hasil yang diharapkan akan diterima oleh investor dari kegiatan investasinya. Kegiatan investasi akan

menghadapkan investor pada berbagai macam risiko dan ketidakpastian. Untuk mengurangi risiko dan ketidakpastian yang akan terjadi, investor membutuhkan informasi yang relevan baik secara makro (seperti iklim ekonomi dan politik di suatu negara) maupun mikro (seperti informasi keuangan perusahaan). Informasi yang disajikan dalam laporan keuangan perusahaan secara berkala menjadi dasar penilaian kinerja dan pengambilan keputusan investasi bagi investor.

Berdasarkan kerangka teori dan beberapa temuan penelitian empiris maka kerangka pemikiran penelitian ini dapat disusun dalam bentuk model penelitian seperti yang dapat dilihat pada Gambar 3.1 berikut:



Gambar 3.1 Kerangka Konsep Penelitian

Pada gambar 3.1 di atas, menggambarkan bahwa fundamental makro (X_1), kinerja keuangan (X_2), dan pertumbuhan perusahaan (X_3) berpengaruh langsung terhadap kebijakan dividen (Y_1) dan nilai perusahaan (Y_2). Berdasarkan kerangka konseptual pada gambar 3.1 di atas, maka dibentuk persamaan fungsional sebagai berikut:

$$Y_2 = f(X_1, X_2, X_3, Y_1) \quad (1)$$

$$Y_1 = f(X_1, X_2, X_3) \quad (2)$$

Sehingga dari persamaan (1) fungsi nilai perusahaan (Y_2) dapat ditulis ulang menjadi fungsi disfungsi (sistem persamaan simultan):

$$Y_2 = f(Y_1(X_1, X_2, X_3, X_4), X_1, X_2, X_3, X_4) \quad (3)$$

Kemudian dari persamaan (1-2) disusun model persamaan regresi yang diekembangkan sebagai berikut:

$$Y_1 = \alpha_0 + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \alpha_3 X_3 + \varepsilon_1 \quad (4)$$

$$Y_2 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 Y_1 + \varepsilon_2 \quad (5)$$

Dimana: α_0 dan β_0 adalah konstanta atau intercept

α_1 α_2 α_3 β_1 β_2 β_3 dan β_4 adalah parameter yang ditaksir, sedangkan ε_2 adalah ε_2 error term.

Berdasarkan model regresi dalam persamaan (4) dan (5) maka model persamaan fungsi linear atau bentuk persamaan regresi di atas dapat ditulis kembali sedemikian rupa, sehingga diperoleh bentuk *reduced form* sebagai berikut:

1. Pengaruh fundamental makro (X_1), kinerja keuangan (X_2), dan pertumbuhan perusahaan (X_3) terhadap kebijakan dividen (Y_1):

$$Y_1 = \alpha_0 + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \alpha_3 X_3 + \varepsilon_1 \quad (6)$$

Dimana : α_0 adalah konstanta atau intercept

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ adalah paramater yang akan ditaksir,

sedangkan ε_1 adalah error item kebijakan dividen

2. Pengaruh fundamental makro (X_1), kinerja keuangan (X_2), pertumbuhan perusahaan (X_3) dan kebijakan dividen (Y_1) terhadap nilai perusahaan (Y_2);

$$Y_2 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 Y_1 + \varepsilon_2$$

$$Y_2 = \beta_4 (\alpha_0 + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \alpha_3 X_3 + \varepsilon_1) +$$

$$\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 Y_1 + \varepsilon_2$$

$$Y_2 = (\beta_4 \alpha_0 + \beta_0) + (\beta_4 \alpha_1 + \beta_1) X_1 + (\beta_4 \alpha_2 + \beta_2) X_2 +$$

$$(\beta_4 \alpha_3 + \beta_3) X_3 + (\beta_4 \varepsilon_1 + \varepsilon_2)$$

$$Y_2 = \sigma_0 + \sigma_1 X_1 + \sigma_2 X_2 + \sigma_3 X_3 + \mu_1 \quad (7)$$

Dimana : σ_0 adalah kostanta atau intercept

σ_1, σ_2 , dan σ_3 adalah parameter yang ditaksir,

sedangkan μ_1 adalah error term nilai perusahaan

sedemikian rupa sehingga diperoleh:

1. Kostanta:

$$\alpha_0 = \text{kostanta / intercept dari kebijakan dividen}$$

$$\alpha_0 = \beta_4 \alpha_0 + \beta_0 = \text{kostanta/intercept dari nilai perusahaan}$$

2. Pengaruh langsung (*direct effect*)

$$\alpha_1 = \text{Pengaruh langsung } X_1 \text{ terhadap } Y_1$$

$$\alpha_2 = \text{Pengaruh langsung } X_2 \text{ terhadap } Y_1$$

$$\alpha_3 = \text{Pengaruh langsung } X_3 \text{ terhadap } Y_1$$

$$\beta_1 = \text{pengaruh langsung } X_1 \text{ terhadap } Y_2$$

$$\beta_2 = \text{pengaruh langsung } X_2 \text{ terhadap } Y_2$$

$$\beta_3 = \text{pengaruh langsung } X_3 \text{ terhadap } Y_2$$

β_4 = pengaruh langsung Y_1 terhadap Y_2

3. Pengaruh tak langsung (*indirect effect*)

$\beta_4\alpha_1$ = pengaruh tak langsung X_1 terhadap Y_2 melalui Y_1

$\beta_4\alpha_2$ = pengaruh tak langsung X_2 terhadap Y_2 melalui Y_1

$\beta_4\alpha_3$ = pengaruh tak langsung X_3 terhadap Y_2 melalui Y_1

4. Pengaruh total (*totaleffect*)

σ_1 = $\beta_4\alpha_1 + \beta_1$ = Pengaruh total X_1 terhadap Y_2

σ_2 = $\beta_4\alpha_2 + \beta_2$ = Pengaruh total X_2 terhadap Y_2

σ_3 = $\beta_4\alpha_3 + \beta_3$ = Pengaruh total X_3 terhadap Y_2

5. *Error Term*

ε_1 = Error term dari Y_1

μ_1 = $\beta_4\varepsilon_1 + \varepsilon_2$ = error term dari Y_2

3.2. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan tinjauan teoritis, tinjauan empiris dan kerangka konseptual maka dapat diajukan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H1 : fundamental makro berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

H2 : kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

H3 : pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

H4 : fundamental makro berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

- H5 : kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- H6 : pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- H7 : kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- H8 : fundamental makro berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- H9 : kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- H10: pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.