

KEBIJAKAN DIVIDEN MEMODERASI PENGARUH LEVERAGE DAN LIKUIDITAS TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Nurfarras Khoirunnisa

Universitas Islam Syekh-Yusuf, Tangerang

Email : khnsanf@gmail.com

Siti Hawa

Universitas Islam Syekh-Yusuf, Tangerang

Email : shawa@unis.ac.id

Abstract

Global market volatility and financial uncertainty have increased investor sensitivity toward corporate financial decisions, particularly capital structure, liquidity management, and dividend distribution policies. This study aimed to examine the effect of leverage and liquidity on firm value and to investigate whether dividend policy moderated these relationships. The research employed a quantitative explanatory design using secondary panel data from 19 mining companies listed on the Indonesia Stock Exchange during 2018–2022, resulting in 95 firm-year observations. Data were analyzed using panel regression and Moderated Regression Analysis (MRA) with EViews 12. The results showed that leverage and liquidity had positive and significant effects on firm value. Dividend policy did not moderate the relationship between leverage and firm value. However, dividend policy significantly strengthened the effect of liquidity on firm value. These findings demonstrated that market valuation responded more strongly to liquidity conditions supported by consistent dividend payments than to capital structure decisions alone. This study contributed to corporate finance literature by highlighting the contextual moderating role of dividend policy in resource-based industries within emerging markets.

Keywords: *Financial Leverage; Liquidity Management; Dividend Policy; Capital Structure; Emerging Markets*

Abstrak

Volatilitas pasar global dan ketidakpastian keuangan telah meningkatkan sensitivitas investor terhadap keputusan keuangan perusahaan, khususnya terkait struktur modal, pengelolaan likuiditas, dan kebijakan distribusi dividen. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh leverage dan likuiditas terhadap nilai perusahaan serta menguji peran kebijakan dividen sebagai variabel moderasi dalam hubungan tersebut. Penelitian menggunakan desain kuantitatif eksplanatori dengan data panel sekunder dari 19 perusahaan pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2018–2022, sehingga diperoleh 95 observasi perusahaan-tahun. Analisis dilakukan menggunakan regresi data panel dan Moderated Regression Analysis (MRA) dengan bantuan perangkat lunak EViews 12. Hasil penelitian menunjukkan bahwa leverage dan likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen tidak memoderasi hubungan leverage terhadap nilai perusahaan. Namun, kebijakan dividen secara signifikan memperkuat pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa valuasi pasar lebih responsif terhadap kondisi likuiditas yang didukung oleh konsistensi pembayaran dividen dibandingkan terhadap keputusan struktur modal semata. Penelitian ini berkontribusi pada literatur keuangan korporasi dengan menegaskan peran moderasi kebijakan dividen yang bersifat kontekstual pada industri berbasis sumber daya di pasar berkembang.

Kata Kunci: Leverage Keuangan; Manajemen Likuiditas; Kebijakan Dividen; Struktur Modal; Pasar Berkembang

A. PENDAHULUAN

Nilai perusahaan menjadi indikator sentral dalam menilai keberlanjutan dan daya saing korporasi di pasar global yang semakin volatil. Kapitalisasi pasar global mengalami fluktuasi signifikan pascapandemi dan tekanan geopolitik, yang memengaruhi persepsi investor terhadap risiko dan kinerja perusahaan. Dalam konteks tersebut, struktur pendanaan dan manajemen likuiditas menjadi faktor krusial yang menentukan stabilitas nilai pasar perusahaan. Studi empiris terkini menegaskan bahwa keputusan keuangan internal, khususnya leverage dan likuiditas, berperan penting dalam membentuk ekspektasi investor terhadap prospek pertumbuhan dan risiko kebangkrutan (Rathi et al., 2022).

Leverage mencerminkan strategi pembiayaan melalui utang yang berpotensi meningkatkan return pemegang saham, namun sekaligus meningkatkan risiko finansial. Literatur terbaru menunjukkan bahwa leverage dapat berdampak positif terhadap nilai perusahaan ketika digunakan untuk investasi produktif, tetapi berdampak negatif ketika memicu overleveraging dan financial distress (Tran et al., 2021). Sementara itu, likuiditas menggambarkan kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek, yang menjadi sinyal stabilitas operasional dan ketahanan finansial. Penelitian Ngo et al., (2020), menunjukkan bahwa tingkat likuiditas yang optimal berkontribusi terhadap peningkatan valuasi pasar melalui pengurangan risiko gagal bayar.

Kebijakan dividen menjadi mekanisme strategis yang menghubungkan kinerja internal dengan persepsi eksternal investor. Dalam kerangka signaling theory, pembayaran dividen dipandang sebagai sinyal kepercayaan manajemen terhadap arus kas

masa depan (Mudzingiri et al., 2021). Sejumlah studi menemukan bahwa kebijakan dividen dapat memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel keuangan dan nilai perusahaan, tergantung pada struktur kepemilikan dan kondisi pasar (Zyambo et al., 2022). Namun, peran moderasi kebijakan dividen dalam hubungan leverage nilai perusahaan dan likuiditas nilai perusahaan masih menunjukkan hasil yang inkonsisten di berbagai konteks negara berkembang.

Meskipun hubungan leverage dan nilai perusahaan telah banyak diteliti, hasil empiris menunjukkan inkonsistensi yang signifikan. Studi Tran et al., (2021), menemukan hubungan positif leverage terhadap firm value di pasar berkembang Asia, sedangkan penelitian Tran et al., (2021) menunjukkan hubungan negatif akibat peningkatan risiko kebangkrutan. Ketidakkonsistenan ini mengindikasikan bahwa hubungan tersebut bersifat kontekstual dan dipengaruhi oleh faktor mediasi atau moderasi tertentu.

Beberapa penelitian menemukan bahwa likuiditas tinggi meningkatkan nilai perusahaan melalui penurunan risiko operasional (Ngo et al., 2020), sementara studi lain menunjukkan bahwa likuiditas berlebihan dapat menurunkan efisiensi aset dan mengurangi valuasi pasar (Yang et al., 2021). Perbedaan hasil tersebut menunjukkan perlunya pendekatan model interaksi yang mempertimbangkan variabel kontinjensi.

Peran kebijakan dividen sebagai variabel moderasi juga belum memperoleh konsensus empiris. Zyambo et al., (2022), menemukan bahwa dividend payout ratio memperkuat pengaruh profitabilitas terhadap firm value, namun tidak signifikan dalam hubungan *leverage firm value*. Kebijakan

dividen dapat berperan sebagai variabel moderasi dalam hubungan antara risiko finansial dan nilai perusahaan. Rathi et al., (2022), menemukan bahwa pengaruh leverage terhadap firm value bergantung pada kebijakan distribusi laba perusahaan, sementara Zyambo et al., (2022), menunjukkan bahwa dividend payout ratio memperkuat hubungan antara kondisi keuangan dan valuasi pasar di bawah keterbatasan finansial. Meskipun demikian, sebagian besar penelitian tersebut berfokus pada sektor manufaktur atau pasar maju, sehingga sektor berbasis sumber daya di negara berkembang masih relatif kurang dieksplorasi. Dengan demikian, terdapat kesenjangan empiris terkait bagaimana kebijakan dividen berperan dalam memoderasi pengaruh leverage dan likuiditas terhadap nilai perusahaan dalam konteks industri dengan volatilitas tinggi.

Berdasarkan kesenjangan tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis secara empiris pengaruh leverage dan likuiditas terhadap nilai perusahaan serta menguji peran kebijakan dividen sebagai variabel moderasi dalam hubungan tersebut. Secara spesifik, penelitian ini menguji apakah dividend payout ratio memperkuat atau memperlemah pengaruh leverage dan likuiditas terhadap nilai perusahaan yang diukur menggunakan Tobin's Q.

Penelitian ini merumuskan pertanyaan riset sebagai berikut:

1. Apakah leverage berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan?
2. Apakah likuiditas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan?
3. Apakah kebijakan dividen memoderasi pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan?
4. Apakah kebijakan dividen memoderasi pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan?

Secara teoretis, penelitian ini memperluas signaling theory dengan menguji mekanisme interaksi antara kebijakan dividen dan struktur keuangan dalam menentukan nilai perusahaan. Secara praktis, hasil penelitian ini memberikan implikasi bagi manajer keuangan dan investor dalam merancang strategi pembiayaan dan distribusi laba yang optimal untuk meningkatkan valuasi pasar perusahaan.

Perkembangan Konsep Nilai Perusahaan, Leverage, dan Likuiditas

Nilai perusahaan merepresentasikan persepsi pasar terhadap prospek pertumbuhan dan risiko korporasi yang tercermin dalam harga saham dan rasio berbasis pasar seperti Tobin's Q. Dalam literatur keuangan modern, firm value tidak hanya dipengaruhi oleh kinerja operasional, tetapi juga oleh keputusan struktur modal dan kebijakan keuangan strategis (Tran et al., 2021). Studi lintas negara menunjukkan bahwa struktur modal menjadi determinan penting nilai perusahaan, khususnya di pasar berkembang yang menghadapi volatilitas tinggi dan keterbatasan akses pembiayaan (Tran et al., 2021). Dalam konteks ini, leverage dipandang sebagai instrumen strategis untuk memaksimalkan nilai melalui optimalisasi struktur pembiayaan.

Leverage mencerminkan proporsi pendanaan berbasis utang yang digunakan perusahaan dalam membiayai asetnya. Literatur kontemporer menunjukkan bahwa leverage dapat menciptakan efek disiplin manajerial melalui mekanisme pengawasan kreditur, sehingga meningkatkan efisiensi dan nilai perusahaan (Rathi et al., 2022). Namun, tingkat leverage yang berlebihan berpotensi meningkatkan risiko kebangkrutan dan biaya keagenan, yang pada akhirnya menurunkan valuasi (Yang et al., 2021). Di sisi lain, likuiditas menggambarkan kapasitas perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek, yang berfungsi sebagai indikator stabilitas finansial dan ketahanan operasional. Likuiditas yang

memadai terbukti mengurangi risiko distress dan meningkatkan kepercayaan investor (Ngo et al., 2020), meskipun likuiditas berlebihan dapat mencerminkan inefisiensi pengelolaan aset.

Hubungan Leverage dan Likuiditas terhadap Nilai Perusahaan

Hubungan antara leverage dan nilai perusahaan dijelaskan melalui *trade-off theory* dan *signaling theory*. *Trade-off theory* menyatakan bahwa perusahaan menyeimbangkan manfaat pajak dari utang dengan biaya kebangkrutan untuk mencapai struktur modal optimal. Empirically, Tran et al., (2021), menemukan bahwa leverage berpengaruh positif terhadap firm value pada tingkat moderat, namun menjadi negatif ketika melewati ambang risiko tertentu. Sementara itu, *signaling theory* menjelaskan bahwa penggunaan utang dapat menjadi sinyal kepercayaan manajemen terhadap arus kas masa depan, sehingga meningkatkan valuasi pasar (Mudzingiri et al., 2021). Perbedaan temuan empiris menunjukkan bahwa pengaruh leverage bersifat kondisional dan dipengaruhi faktor kontekstual.

Likuiditas juga menunjukkan hubungan non-linear terhadap nilai perusahaan. Sejumlah penelitian menunjukkan bahwa likuiditas yang optimal berkontribusi terhadap peningkatan nilai perusahaan melalui pengurangan risiko finansial dan peningkatan fleksibilitas investasi (Tran et al., 2021; Ngo et al., 2020). Namun, akumulasi likuiditas yang berlebihan dapat meningkatkan biaya keagenan dan menurunkan efisiensi investasi sehingga berdampak negatif terhadap valuasi pasar. Lebih lanjut, Tran et al., (2021), menegaskan bahwa hubungan likuiditas dan nilai perusahaan bersifat kondisional, karena dipengaruhi oleh struktur pendanaan dan kebijakan dividen. Temuan ini mengindikasikan bahwa inkonsistensi empiris dalam hubungan likuiditas–nilai perusahaan

kemungkinan dipicu oleh perbedaan strategi distribusi laba dan karakteristik risiko perusahaan.

Peran Moderasi Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen diposisikan sebagai mekanisme sinyal yang menjembatani informasi internal dan persepsi eksternal investor. Dalam kerangka *signaling theory*, pembayaran dividen mengurangi asimetri informasi dan meningkatkan kredibilitas manajemen (Mudzingiri et al., 2021). Rathi et al., (2022), menunjukkan bahwa kebijakan dividen memperkuat pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan ketika perusahaan berada dalam kondisi keuangan stabil. Sebaliknya, Zyambo et al., (2022), menemukan bahwa dividend payout ratio hanya signifikan sebagai moderator dalam kondisi keterbatasan finansial tertentu.

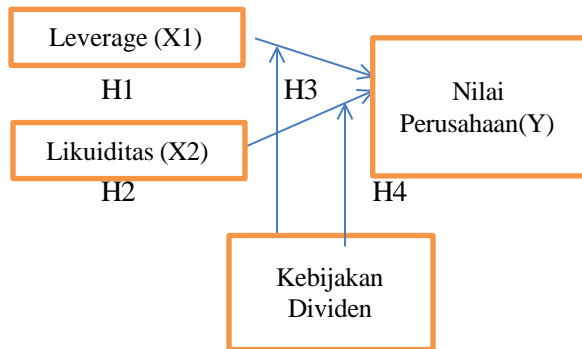
Peran moderasi kebijakan dividen juga relevan dalam hubungan likuiditas dan nilai perusahaan. Likuiditas yang tinggi memungkinkan perusahaan membayar dividen secara konsisten, yang selanjutnya meningkatkan kepercayaan investor dan memperkuat valuasi pasar (Zyambo et al., 2022). Namun, ketika likuiditas rendah, pembayaran dividen dapat dipersepsikan sebagai kebijakan oportunistik yang justru meningkatkan risiko finansial. Oleh karena itu, kebijakan dividen berpotensi memperkuat atau memperlemah hubungan antara leverage dan likuiditas terhadap nilai perusahaan, tergantung pada struktur risiko perusahaan.

Model Konseptual

Penelitian ini mengembangkan model konseptual yang menempatkan leverage dan likuiditas sebagai determinan utama nilai perusahaan, dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi. Secara naratif, leverage dan likuiditas memengaruhi nilai perusahaan melalui mekanisme risiko dan sinyal pasar. Kebijakan dividen berfungsi sebagai penguat (*enhancer*) atau pelemah (*attenuator*) hubungan tersebut melalui mekanisme pengurangan asimetri informasi dan penguatan kepercayaan investor.

Model ini menguji interaksi antara struktur modal, manajemen likuiditas, dan strategi distribusi laba dalam menentukan valuasi pasar perusahaan, khususnya pada sektor dengan volatilitas tinggi.

Secara konseptual, hubungan tersebut dapat dirumuskan sebagai berikut:



Model ini memperluas literatur sebelumnya dengan mengintegrasikan perspektif trade-off theory dan signaling theory dalam satu kerangka moderasi yang komprehensif.

H1 : Leverage berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

H2 : Likuiditas berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

H3:Kebijakan Dividen memoderasi pengaruh Leverage terhadap Nilai Perusahaan.

H4:Kebijakan Dividen memoderasi pengaruh Likuiditas terhadap Nilai Perusahaan.

B. METODE PENELITIAN

Penelitian ini dirancang sebagai studi kuantitatif dengan pendekatan eksplanatori (*explanatory research*) yang bertujuan untuk menguji hubungan kausal antara leverage dan likuiditas terhadap nilai perusahaan serta peran kebijakan dividen sebagai variabel moderasi. Pendekatan regresi data panel digunakan karena data penelitian bersifat *longitudinal* dan *cross-sectional*, sehingga memungkinkan pengendalian heterogenitas antar perusahaan dan variasi waktu secara simultan. Desain ini bersifat konfirmatori karena menguji hipotesis yang dikembangkan berdasarkan teori trade-

off dan signaling theory. Model estimasi dilakukan menggunakan pendekatan regresi data panel statis melalui pengujian Common Effect Model (CEM), Fixed Effect Model (FEM), dan Random Effect Model (REM), dengan pemilihan model terbaik ditentukan melalui uji Chow dan uji Hausman.

Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan sektor pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2018–2022 sebanyak 47 perusahaan. Teknik pengambilan sampel dilakukan menggunakan pendekatan non-probabilistic purposive sampling dengan kriteria inklusi sebagai berikut: (1) perusahaan terdaftar secara konsisten selama periode observasi, (2) menerbitkan laporan keuangan tahunan secara lengkap, (3) memiliki data terkait variabel penelitian (leverage, likuiditas, nilai perusahaan, dan kebijakan dividen), serta (4) tidak mengalami delisting selama periode penelitian. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh 19 perusahaan sebagai sampel akhir, sehingga total unit observasi sebanyak 95 firm-year observations. Ukuran sampel dinilai memadai untuk analisis regresi panel karena memenuhi prinsip minimum observasi > 10 kali jumlah parameter yang diestimasi.

Data yang digunakan merupakan data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan tahunan dan laporan publikasi resmi perusahaan melalui situs Bursa Efek Indonesia, dan situs resmi masing-masing perusahaan. Seluruh data dikumpulkan menggunakan teknik dokumentasi dan diverifikasi melalui cross-check antar sumber publikasi.

Pengukuran variabel dilakukan sebagai berikut:

- Nilai perusahaan (Firm Value) diukur menggunakan rasio Tobin's Q, yaitu perbandingan antara nilai pasar ekuitas ditambah total utang terhadap total aset.

- Leverage diukur menggunakan Debt to Equity Ratio (DER), yaitu total utang dibagi total ekuitas.
- Likuiditas diukur menggunakan Current Ratio (CR), yaitu total aset lancar dibagi total liabilitas lancar.
- Kebijakan dividen diukur menggunakan Dividend Payout Ratio (DPR), yaitu dividen per saham dibagi laba per saham.

Karena seluruh variabel bersumber dari laporan keuangan audited, uji validitas dan reliabilitas instrumen seperti Cronbach's Alpha tidak diterapkan, mengingat data bersifat numerik sekunder dan tidak menggunakan skala persepsi.

Analisis data dilakukan menggunakan perangkat lunak EViews 12. Tahapan analisis dimulai dengan statistik deskriptif untuk menggambarkan karakteristik data, kemudian dilanjutkan dengan pengujian asumsi klasik yang meliputi uji normalitas (Jarque-Bera), multikolinearitas (Variance Inflation Factor/VIF atau matriks korelasi), heteroskedastisitas (Breusch-Pagan), dan autokorelasi (Durbin-Watson).

Model regresi dasar yang digunakan dirumuskan sebagai berikut:

$$FV_{it} = \alpha + \beta_1 DER_{it} + \beta_2 CR_{it} + \epsilon_{it}$$

Untuk menguji efek moderasi kebijakan dividen, digunakan Moderated Regression Analysis (MRA) dengan menambahkan variabel interaksi:

$$FV_{it} = \alpha + \beta_1 DER_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 DPR_{it} + \beta_4 (DER \times DPR)_{it} + \beta_5 (CR \times DPR)_{it} + \epsilon_{it}$$

Signifikansi parameter diuji pada tingkat signifikansi 5% ($\alpha = 0,05$). Koefisien determinasi (Adjusted R^2) digunakan untuk menilai kemampuan model dalam menjelaskan variasi nilai perusahaan. Pemilihan model

panel terbaik dilakukan melalui uji Chow (CEM vs FEM) dan uji Hausman (FEM vs REM).

C. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil Penelitian

1. Analisis Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk menggambarkan karakteristik data penelitian yang meliputi nilai minimum, maksimum, rata-rata, dan standar deviasi.

Tabel 1. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian (n = 95)

	DER	CR	NPV	DPR
Mean	1.03	5.20	5.82	1.25
Median	0.95	5.3	5.99	1.5
Maximum	2.48	9.84	10.2	1.86
	0.14	0.74	0.75	0.03
Std. Dev.	0.59	2.41	2.44	0.57
Skewness	0.51	-0.07	-0.15	-0.51
Kurtosis	2.44	1.90	2.21	1.73
Jarque-Bera	5.39	4.82	2.81	10.56
Probability	0.07	0.09	0.25	0.00
Sum	98.11	493.6	552.6 4	118.72
Sum Sq. Dev.	32.7490 9	547.50 27	559.9 269	30.699 49
Observations	95	95	95	95

Sumber: Output EViews 12 (diolah)

Tabel 1 menunjukkan bahwa nilai rata-rata DER sebesar 1,03 dengan deviasi standar 0,59 yang mengindikasikan variasi leverage relatif moderat. Likuiditas (CR) memiliki rata-rata 5,20 dengan deviasi standar 2,41, menunjukkan heterogenitas yang cukup tinggi antar perusahaan. Nilai rata-rata Tobin's Q sebesar 5,82 mengindikasikan bahwa secara umum

perusahaan memiliki valuasi pasar di atas nilai bukunya. Uji normalitas menunjukkan bahwa sebagian besar variabel berdistribusi normal ($p > 0,05$), kecuali DPR yang menunjukkan distribusi tidak normal.

Pemilihan Model Regresi Data Panel

Pemilihan model dilakukan melalui uji Chow dan uji Hausman. Hasil pengujian disajikan pada Tabel 2.

Pengujian	Hipotesis	Probabilitas	Keputusan
Chow Test	CEM vs FEM	0.000	FEM dipilih
Hausman Test	REM vs FEM	0.000	FEM dipilih

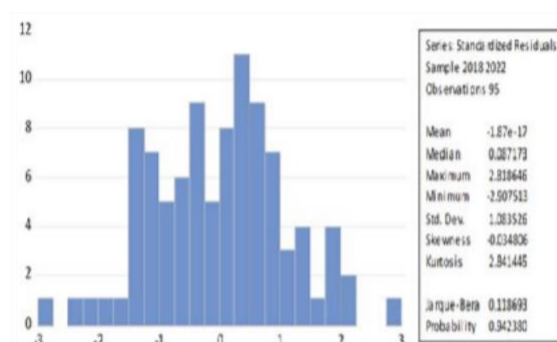
Sumber: Output EViews 12 (diolah)

Nilai probabilitas $< 0,05$ pada kedua pengujian menunjukkan bahwa Fixed Effect Model (FEM) merupakan model terbaik yang digunakan dalam estimasi regresi.

Uji Asumsi Klasik

Normalitas

Nilai probabilitas Jarque-Bera sebesar 0,94 ($> 0,05$) menunjukkan bahwa residual berdistribusi normal.



Gambar 2 Uji Normalitas

Uji Multikolinearitas

Tabel 3. Matriks Korelasi

Variabel	DER	CR	DPR
DER	1	0.116	0.693
CR	0.116	1	0.558
DPR	0.693	0.558	1

Nilai korelasi antar variabel $< 0,80$ sehingga tidak terdapat gejala multikolinearitas.

Uji Autokorelasi

R-squared	0.802905	Mean dependent var	5.817263
Adjusted R-squared	0.742682	S.D. dependent var	2.440629
S.E. of regression	1.238047	Akaike info criterion	3.471947
Sum squared resid	110.3588	Schwarz criterion	4.090254
Log likelihood	-141.9175	Hannan-Quinn criter.	3.721790
F-statistic	13.33210	Dubin-Watson stat	1.822208
Prob(F-statistic)	0.000000		

Uji Heteroskedastisitas

C	-4.135655	3.105478	-1.332051	0.1870
DER				
M CR	0.246245	0.177305	1.388824	0.1692
DPR				
Effects Specification				
R-squared	0.495428	Mean dependent var	0.877052	
Adjusted R-squared	0.345475	S.D. dependent var	0.629782	
S.E. of regression	0.509121	Akaike info criterion	1.694739	
Sum squared resid		Schwarz criterion		
Log likelihood	18.66273	Hannan-Quinn criter.		

Berdasarkan hasil uji diatas, diketahui bahwa P-value dari setiap variabel $> 0,05$. Maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala heteroskedastisitas

Pengujian Hipotesis (Structural Model)

Tabel 4. Hasil Regresi Fixed Effect Model (Tanpa Moderasi)

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Stat	Prob
C	-23.629	7.907	-2.988	0.0038
DER	1.236	0.313	3.947	0.0002
CR	0.733	0.099	7.379	0.000

Sumber: Output EViews 12 (diolah)

Hasil menunjukkan bahwa leverage berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan ($\beta = 1,236$; $p < 0,01$). Likuiditas juga berpengaruh positif signifikan ($\beta = 0,733$; $p < 0,01$). Nilai Adjusted R^2 sebesar

0,7105 menunjukkan bahwa 71,05% variasi nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh leverage dan likuiditas.

Uji Moderasi (Moderated Regression Analysis)

Tabel 5. Hasil Moderated Regression Analysis (FEM)

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Stat	Prob
DER	-1.258	1.037	-1.213	0.229
CR	0.133	0.232	0.574	0.568
DPR	-10.198	10.696	-0.953	0.344
DER×DPR	0.882	0.61	1.446	0.153
CR×DPR	0.279	0.137	2.036	0.0456

Sumber: Output EViews 12 (diolah)

Hasil menunjukkan bahwa interaksi DER×DPR tidak signifikan ($p = 0,153 > 0,05$), sehingga kebijakan dividen tidak memoderasi pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya, interaksi CR×DPR signifikan ($\beta = 0,279$; $p = 0,0456 < 0,05$), yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen memperkuat pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan.

Tabel 6 Hasil Uji Koefisien Determinasi (R²)

R-squared	0.821804	Mean dependent var	5.817263
Adjusted R-squared	0.757240	S.D. dependent var	2.440629
S.E. of regression	1.202514	Akaike info criterion	3.434304
Sum squared resid	99.77681	Schwarz criterion	4.133260
Log likelihood	-137.1295	Hannan-Quinn criter.	3.716735
F-statistic	12.72855	Durbin-Watson stat	1.733564
Prob(F-statistic)	0.000000		

Berdasarkan hasil uji diatas, diketahui bahwa nilai dari Adjust R-Square sebesar 0,7105 atau 71,05% variabel dependen yaitu nilai perusahaan yang dapat diterangkan oleh variabel independen yaitu leverage dan likuiditas. Sehingga sisanya sebesar 28,95% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak terkait dalam model penelitian.

Pembahasan

Temuan penelitian menunjukkan

bahwa leverage berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini mengindikasikan bahwa peningkatan penggunaan utang dalam struktur modal, pada tingkat yang terkontrol, dipersepsikan pasar sebagai sinyal optimisme manajemen terhadap prospek arus kas masa depan. Dalam kerangka *trade-off theory*, struktur modal yang mengandung utang memberikan manfaat pajak (tax shield) yang dapat meningkatkan nilai perusahaan selama biaya kebangkrutan masih berada pada tingkat yang terkendali. Secara empiris, temuan ini sejalan dengan Dang et al. (2021) dan Vo dan Ellis (2022) yang menunjukkan bahwa leverage pada tingkat moderat meningkatkan valuasi pasar di negara berkembang. Dalam konteks sektor pertambangan yang bersifat capital intensive, penggunaan utang dapat mencerminkan ekspansi aset produktif dan peningkatan kapasitas produksi, sehingga diterjemahkan sebagai prospek pertumbuhan jangka panjang oleh investor.

Likuiditas juga terbukti berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Temuan ini memperkuat argumen bahwa kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek mencerminkan stabilitas operasional dan manajemen risiko yang prudent. Dalam perspektif *liquidity preference theory*, tingkat likuiditas yang memadai menurunkan probabilitas financial distress, sehingga mengurangi premi risiko yang dibebankan investor. Hasil ini konsisten dengan Al-Ngo et al., (2020) serta Tran et al., (2021) yang menemukan bahwa likuiditas optimal meningkatkan firm value melalui penguatan kepercayaan pasar. Dalam sektor berbasis sumber daya yang rentan terhadap fluktuasi harga komoditas, likuiditas yang kuat berfungsi sebagai buffer terhadap volatilitas pendapatan, sehingga meningkatkan kredibilitas perusahaan di mata investor.

Namun demikian, temuan yang paling substantif dalam penelitian ini adalah bahwa kebijakan dividen tidak memoderasi hubungan leverage terhadap nilai

perusahaan, tetapi secara signifikan memperkuat hubungan likuiditas terhadap nilai perusahaan. Ketidaksignifikanan interaksi antara leverage dan kebijakan dividen menunjukkan bahwa pasar tidak memandang pembayaran dividen sebagai faktor yang mengubah persepsi risiko yang berasal dari struktur utang. Dengan kata lain, keputusan pendanaan melalui utang dinilai secara independen dari kebijakan distribusi laba. Hasil ini berbeda dengan Rathi et al., (2022) yang menemukan peran moderasi dividen dalam konteks pasar tertentu, namun sejalan dengan studi yang menyatakan bahwa struktur modal lebih dominan dipengaruhi oleh risiko sistemik dan prospek investasi dibandingkan oleh kebijakan payout.

Sebaliknya, temuan bahwa kebijakan dividen memperkuat pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan memberikan makna teoretis yang penting. Dalam perspektif *signaling theory*, pembayaran dividen yang konsisten di tengah kondisi likuiditas yang kuat memperkuat sinyal stabilitas finansial dan kualitas arus kas perusahaan (Mudzingiri et al., 2021). Interaksi ini menunjukkan bahwa likuiditas tidak hanya berfungsi sebagai indikator kemampuan bayar, tetapi juga sebagai basis kredibel bagi manajemen untuk mendistribusikan laba. Dengan demikian, investor merespons positif kombinasi antara likuiditas tinggi dan payout ratio yang stabil, yang pada akhirnya meningkatkan valuasi pasar.

Temuan ini juga mengindikasikan bahwa hubungan antara variabel keuangan dan nilai perusahaan bersifat kondisional dan tidak linier. Likuiditas yang tinggi tanpa kebijakan dividen yang jelas mungkin tidak cukup untuk meningkatkan nilai perusahaan secara signifikan. Namun ketika likuiditas dikombinasikan dengan distribusi laba yang terstruktur, efeknya menjadi lebih kuat. Hal ini menjelaskan inkonsistensi dalam literatur sebelumnya terkait hubungan likuiditas–nilai perusahaan, yang kemungkinan

dipengaruhi oleh variasi kebijakan payout dan strategi pendanaan antar perusahaan.

Implikasi Teoritis

Penelitian ini memberikan kontribusi terhadap pengembangan teori keuangan korporasi dengan mengintegrasikan *trade-off theory* dan *signaling theory* dalam kerangka moderasi. Pertama, hasil penelitian memperkuat argumen bahwa leverage dan likuiditas berfungsi sebagai determinan utama nilai perusahaan dalam konteks pasar berkembang, khususnya sektor berbasis sumber daya. Kedua, penelitian ini menunjukkan bahwa peran kebijakan dividen tidak bersifat universal dalam memoderasi seluruh hubungan keuangan, melainkan selektif dan kontekstual.

Kontribusi teoretis utama terletak pada penegasan bahwa kebijakan dividen lebih efektif sebagai mekanisme penguatan sinyal likuiditas dibandingkan sebagai alat mitigasi persepsi risiko utang. Dengan demikian, penelitian ini memperluas model konseptual sebelumnya yang cenderung memandang kebijakan dividen sebagai moderator umum dalam hubungan struktur modal dan nilai perusahaan. Temuan ini mendorong pengembangan model yang lebih spesifik berbasis interaksi antar variabel keuangan.

Selain itu, penelitian ini memperkaya literatur terkait sektor pertambangan yang relatif kurang dieksplorasi dalam kajian moderasi kebijakan dividen. Karakteristik industri yang capital intensive dan berisiko tinggi memberikan konteks unik dalam memahami dinamika hubungan keuangan dan valuasi pasar.

Implikasi Praktis

Secara praktis, hasil penelitian ini memberikan implikasi penting bagi manajer keuangan dan pembuat kebijakan perusahaan. Pertama, manajer perlu mempertimbangkan penggunaan leverage secara strategis untuk mendukung ekspansi produktif, namun tetap menjaga

keseimbangan risiko. Struktur utang yang optimal dapat meningkatkan nilai perusahaan selama dikelola secara disiplin dan transparan.

Kedua, pengelolaan likuiditas harus menjadi prioritas dalam sektor yang volatil. Likuiditas yang memadai tidak hanya mengurangi risiko kebangkrutan, tetapi juga meningkatkan fleksibilitas perusahaan dalam merespons perubahan harga komoditas dan kondisi pasar. Ketiga, kebijakan dividen sebaiknya diselaraskan dengan kondisi likuiditas perusahaan. Pembayaran dividen yang didukung oleh likuiditas kuat akan memperkuat persepsi positif investor dan meningkatkan valuasi pasar.

Bagi investor, temuan ini menegaskan pentingnya mengevaluasi kombinasi antara likuiditas dan kebijakan dividen sebagai indikator kualitas perusahaan. Nilai perusahaan tidak hanya dipengaruhi oleh tingkat utang, tetapi juga oleh bagaimana perusahaan mengelola kas dan mendistribusikan laba secara konsisten.

Keterbatasan dan Penelitian Lanjutan

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang perlu diakui. Pertama, sampel terbatas pada perusahaan sektor pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2018–2022, sehingga generalisasi hasil ke sektor lain atau negara lain perlu dilakukan dengan hati-hati. Kedua, model yang digunakan bersifat statis dan belum mengakomodasi potensi masalah endogenitas antara struktur modal dan nilai perusahaan. Ketiga, variabel kontrol seperti ukuran perusahaan, profitabilitas, dan struktur kepemilikan belum dimasukkan secara eksplisit dalam model.

Penelitian selanjutnya dapat memperluas cakupan industri, menggunakan pendekatan dynamic panel seperti GMM untuk mengatasi endogenitas, serta menguji kemungkinan hubungan non-linear antara likuiditas dan

nilai perusahaan. Selain itu, eksplorasi peran tata kelola perusahaan atau faktor keberlanjutan (ESG) sebagai variabel moderasi tambahan dapat memberikan pemahaman yang lebih komprehensif mengenai determinan nilai perusahaan dalam konteks ekonomi berkelanjutan.

Kesimpulan

Penelitian ini menegaskan bahwa:

1. Leverage terbukti berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, yang menunjukkan bahwa penggunaan utang secara optimal dipersepsikan pasar sebagai strategi pembiayaan yang meningkatkan prospek pertumbuhan perusahaan.
2. Likuiditas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, menegaskan bahwa stabilitas kas dan kemampuan memenuhi kewajiban jangka pendek meningkatkan kepercayaan investor dan memperkuat valuasi pasar.
3. Kebijakan dividen tidak memoderasi pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan, yang mengindikasikan bahwa pasar menilai keputusan struktur modal secara independen dari kebijakan distribusi laba.
4. Kebijakan dividen secara signifikan memperkuat pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan, sehingga kombinasi likuiditas yang kuat dan pembayaran dividen yang konsisten menjadi sinyal kredibel atas kesehatan finansial perusahaan.
5. Penelitian ini menegaskan bahwa peran moderasi kebijakan dividen bersifat kontekstual dan lebih relevan dalam hubungan likuiditas nilai perusahaan dibandingkan leverage nilai perusahaan.
6. Kontribusi teoretis penelitian ini terletak pada integrasi trade-off theory dan signaling theory dalam model moderasi yang menjelaskan dinamika pembentukan nilai perusahaan di sektor berbasis sumber daya.

7. Secara praktis, perusahaan perlu mengelola struktur modal dan likuiditas secara strategis serta menyelaraskannya dengan kebijakan dividen untuk mengoptimalkan nilai perusahaan.
8. Penelitian selanjutnya perlu memperluas cakupan sektor dan wilayah, menggunakan pendekatan panel dinamis, serta mengintegrasikan variabel tata kelola dan keberlanjutan untuk menghasilkan model yang lebih komprehensif dan adaptif terhadap dinamika pasar global.

<https://doi.org/10.3390/jrfm14070298>

Yang, C. C., Shen, C. C., Lin, Y. S., Lo, H. W., & Wu, J. Z. (2021). Sustainable sports tourism performance assessment using grey-based hybrid model. *Sustainability (Switzerland)*, 13(8), 1–21.
<https://doi.org/10.3390/su13084214>

Zyambo, P., Kalaba, F. K., Nyirenda, V. R., & Mwitwa, J. (2022). Adjacent to African Protected Areas: A Scoping Review. *Sustainability (Switzerland)*, 14(18).
<https://doi.org/10.3390/su141811204>

DAFTAR PUSTAKA

Mudzingiri, C., Guvuriro, S., & Gomo, C. (2021). Exploring Association between Self-Reported Financial Status and Economic Preferences Using Experimental Data. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(6).
<https://doi.org/10.3390/jrfm14060243>

Ngo, Q., Tran, Q., & Nguyen, T. (2020). How Heterogeneous Are the Determinants of Total Factor Productivity in Manufacturing Sectors? Panel-Data Evidence from Vietnam. *Economies*, 8(3).
<https://doi.org/10.3390/economies8030057>

Rathi, R., Sabale, D. B., Antony, J., Kaswan, M. S., & Jayaraman, R. (2022). An Analysis of Circular Economy Deployment in Developing Nations' Manufacturing Sector: A Systematic State-of-the-Art Review. *Sustainability (Switzerland)*, 14(18).
<https://doi.org/10.3390/su141811354>

Tran, C. S., Nicolau, D., Nayak, R., & Verhoeven, P. (2021). Modeling Credit Risk: A Category Theory Perspective. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(7).