

## PERAN MODERASI INDIKATOR MAKROEKONOMI PADA FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI NILAI PERUSAHAAN

Azizah<sup>1</sup>, Hermanto Siregar<sup>2</sup>, Hendro Sasongko<sup>3</sup>

IPB University<sup>1,2</sup>, Universitas Pakuan<sup>3</sup>

<sup>1</sup>Corresponding author: [supardiazizah@apps.ipb.ac.id](mailto:supardiazizah@apps.ipb.ac.id)

### INFORMASI ARTIKEL

#### Article history:

Dikirim tanggal: 19/05/2023

Revisi pertama tanggal: 01/06/2023

Diterima tanggal: 23/06/2023

Tersedia online tanggal: 27/06/2023

### ABSTRAK

Penelitian ini menganalisis determinan nilai perusahaan dan peran moderasi indikator makroekonomi terhadap determinan nilai perusahaan. Pengujian data sekunder dilakukan pada laporan keuangan perusahaan IDX High Dividend 20 periode 2017-2021 yang dianalisis dengan regresi data panel. Determinan nilai perusahaan yang diuji meliputi kebijakan dividen, struktur modal, kepemilikan, free cash flow, profitabilitas dan good corporate governance (GCG). Suku bunga dan nilai tukar (kurs) digunakan sebagai variabel pemoderasi Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen, kepemilikan, dan ukuran dewan secara positif berpengaruh signifikan, sedangkan komite audit berpengaruh negatif signifikan pada nilai perusahaan. Peran moderasi suku bunga dan nilai tukar dapat dilihat pada interaksinya dengan variabel kebijakan dividen dan variabel GCG yang diproksikan melalui ukuran dewan dan komite audit. Peran moderasi suku bunga dapat meningkatkan nilai perusahaan jika berinteraksi dengan kebijakan dividen, dan suku bunga dapat meningkatkan maupun menurunkan nilai perusahaan jika berinteraksi dengan GCG. Efek moderasi nilai tukar dapat meningkatkan nilai perusahaan jika berinteraksi dengan kebijakan dividen dan GCG.

Kata Kunci: GCG, kebijakan dividen, nilai tukar, suku bunga

### ABSTRACT

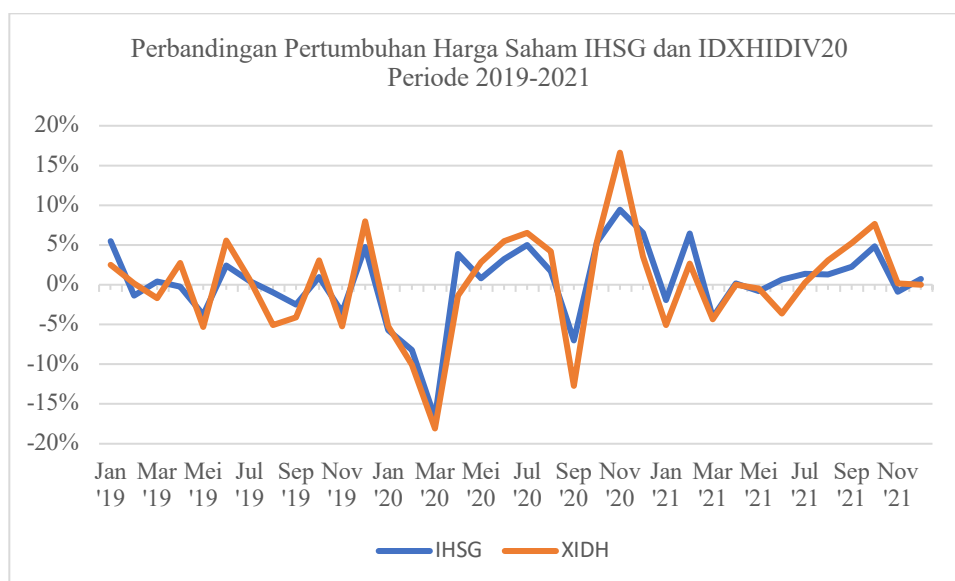
*This study analyzes the determinants of firm value and the moderating role of macroeconomic indicators on the determinants of firm value. Secondary data testing was carried out on the IDX High Dividend 20 company financial statements for the period 2017-2021 which were analyzed using panel data regression. The determinants of firm value tested include dividend policy, capital structure, ownership, free cash flow, profitability, and good corporate governance (GCG). Interest and exchange rates are used as moderating variables. The research findings show that dividend policy, ownership, and board size have a positive impact, while the audit committee has a negative effect on firm value. The moderating role of interest rates and exchange rates can be seen in their interactions with dividend policy variables and GCG variables which are proxied through the board size and audit committee. The moderating role of interest rates can increase the firm value if it interacts with the dividend policy, and interest rates can increase or decrease a firm value if it interacts with good corporate governance. The exchange rate moderating effect increase the firm value if it interacts with dividend policy and GCG.*

*Keywords: Dividend policy, Exchange rates, GCG, Interest rates,*

## 1. Pendahuluan

Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) memperlihatkan jumlah investor Indonesia mencapai 10,3 juta investor berdasarkan Single Investor Identification (SID) pada akhir tahun 2022. Jumlah investor mengalami peningkatan sebesar 37,54% per tahun 2022 jika dibandingkan dengan tahun 2021 (Kustodian Sentral Efek Indonesia 2022). Peningkatan tersebut menunjukkan nilai positif bahwa pasar modal Indonesia memiliki potensi yang besar di masa mendatang. Pasar modal terbagi menjadi beberapa kategori diantaranya adalah pasar saham yang menawarkan dividen dan *capital gain*. Bursa Efek Indonesia (BEI) mengklasifikasikan perusahaan yang membayar dividen melalui indeks IDX High Dividend 20. IDX High Dividend 20 (IDXHIDIV20) adalah indeks berisi 20 perusahaan yang membagikan dividen tunai secara rutin kepada pemegang saham dalam 3 tahun terakhir dengan dividend yield tinggi (Bursa Efek Indonesia 2021).

Perbandingan pertumbuhan harga saham IHSG dengan IDXHIDIV20 pada Gambar 1 menunjukkan bahwa kinerja harga saham IHSG dan IDXHIDIV20 berfluktuasi dimana IHSG mengalami pertumbuhan rata-rata *month to month* dari Januari 2019 hingga Desember 2021 sebesar 0,29%, sedangkan IDXHIDIV20 sebesar 0,11%. Hal ini menunjukkan harga saham IHSG lebih tinggi dari IDXHIDIV20. Kondisi harga saham IDXHIDIV20 yang lebih rendah dari IHSG menunjukkan bahwa kebijakan dividen yang tinggi tidak selalu menggambarkan kinerja saham yang lebih baik. Hal ini terjadi karena nilai perusahaan yang dapat dicerminkan melalui harga saham dapat dipengaruhi berbagai faktor selain kebijakan dividen. Kaitan kebijakan dividen dengan struktur modal perusahaan dimana dividen yang dibagikan dari keuntungan perusahaan dapat mengurangi modal perusahaan yang dapat berdampak pada nilai perusahaan. Perusahaan terindeks IDXHIDIV20 memiliki berbagai ekuitas. Ekuitas yang tinggi menunjukkan tingkat utang yang rendah, sedangkan porsi ekuitas yang rendah menunjukkan tingkat utang yang tinggi (Dang et al., 2019).



Gambar 1. Perbandingan Pertumbuhan Harga Saham IHSG dan IDXHIDIV20 Periode 2019-2021  
Sumber: Investing 2022 (data diolah)

Sualehkhattak & Hussain (2017) menyatakan perusahaan dengan pembayaran dividen yang tinggi cenderung memiliki arus kas besar. Pembayaran dividen tinggi merupakan salah satu keputusan investasi yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan (Suartawan & Yasa, 2016), sehingga kondisi struktur kepemilikan menjadi krusial, termasuk tata kelola perusahaan. Tata kelola atau *Good Corporate Governance* (GCG) penting dalam menunjang kinerja perusahaan yang berdampak pada nilai perusahaan. Walaupun sama-sama menerapkan kebijakan dividen yang tinggi, tidak menutup kemungkinan nilai perusahaan bisa berbeda jika dilihat dari ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan yang besar maka nilai perusahaannya juga tinggi (Dang et al., 2019). Pertimbangan lain dalam menentukan nilai perusahaan juga bisa datang dari kondisi yang tidak terduga seperti bencana alam. Pandemi covid-19 terjadi tahun 2020 yang menunjukkan penurunan nilai perusahaan di negara-negara yang berdomisili di wilayah terdampak covid-19 (Bose et al., 2021). Selain itu, jenis pengelolaan perusahaan syariah dan konvensional memiliki kriteria yang berbeda. Perusahaan syariah memiliki keterbatasan baik dari segi pendanaan maupun pendapatan yang dapat berdampak pada struktur permodalan dan kinerja perusahaan (Mai 2019).

Faktor eksternal seperti ekonomi makro juga dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Pada saat suku bunga tinggi, perusahaan cenderung membayar dividen yang tinggi (Guney et al., 2014). Suku bunga berhubungan dengan struktur modal dimana perusahaan cenderung menambah utang karena bunga pinjaman lebih rendah dari pajak yang harus dibayar (Staking & Babbel, 1995). Tingkat suku bunga kredit juga terbukti memoderasi hubungan manajemen modal kerja dengan profitabilitas perusahaan (Erdian et al., 2022). Hal ini menunjukkan adanya peran suku bunga dalam mempengaruhi nilai perusahaan melalui dividen dan struktur modal. Perusahaan yang tercatat di IDXHIDIV tercatat memiliki cadangan kas dan utang dalam mata uang asing. Selain itu, beberapa perusahaan tercatat melakukan transaksi internasional dengan menggunakan mata uang asing. Adanya perubahan nilai tukar menjadi hal krusial. Apabila nilai tukar uang negara asal mengalami pelemahan atas nilai tukar uang negara tujuan, maka pada saat terjadi transaksi dalam mata uang asing, perusahaan akan memperoleh keuntungan yang lebih tinggi (Kurniadi et al., 2014). Kerugian dan keuntungan perusahaan ditentukan oleh nilai mata uang dalam kerjasama internasional (Ekawarna & Muslim, 2008). Hal ini menunjukkan adanya peran nilai tukar mata uang asing dalam mempengaruhi nilai perusahaan melalui profitabilitas dan arus kas bebas.

Penelitian sebelumnya telah menggunakan berbagai variabel dan metode yang menunjukkan relevansinya dalam penelitian ini. *Dividend payout ratio* mempengaruhi nilai perusahaan (Giriati 2016). Al Saeed (2018) membuktikan bahwa dividen mempengaruhi kinerja perusahaan. Struktur modal dapat mempengaruhi nilai perusahaan (Ayuba et al., 2019), sedangkan Dang et al. (2019) menemukan pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan yang ditunjukkan melalui persentase kepemilikan dan *ownership concentration* dikaji oleh Singh et al. (2017) menunjukkan bahwa kepemilikan yang didominasi oleh dewan direksi mempengaruhi kinerja perusahaan secara positif. Berbanding terbalik dengan temuan Almari et al. (2021) dan Oyedokun et al. (2020). Alias et al. (2013) menunjukkan bahwa dualitas melemahkan pengaruh positif yang tidak

signifikan dari arus kas bebas terhadap dividen, sedangkan direktur independen berpengaruh positif tidak signifikan dari arus kas bebas atas pembayaran dividen. Profitabilitas diteliti pengaruhnya terhadap nilai perusahaan yang menunjukkan pengaruh positif profitabilitas terhadap nilai perusahaan (Alfianita & Santosa, 2022). Suku bunga berpengaruh positif tidak signifikan (Hendayana & Riyanti, 2019), sebaliknya Wijaya et al. (2021) mengemukakan bahwa suku bunga berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Nilai tukar rupiah terbukti mempengaruhi profitabilitas perusahaan (Hendramiko et al., 2020), meskipun hasil sebaliknya menyatakan nilai tukar berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (Sartika et al., 2019).

Penelitian ini menggabungkan variabel penentu nilai perusahaan pada penelitian sebelumnya seperti kebijakan dividen, struktur modal, kepemilikan, *free cash flow*, profitabilitas dan *good corporate governance*. Ketidakkonsistenan hasil penelitian sebelumnya menjadi alasan penelitian ini perlu dilakukan untuk memberikan bukti empiris baru yang dapat mendukung hasil penelitian sebelumnya. Indikator makroekonomi sebagai pemoderasi dapat membedakan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya dimana pengaruh suku bunga dan nilai tukar dianggap sebagai faktor yang secara langsung mempengaruhi nilai perusahaan. Penelitian sebelumnya juga menunjukkan bahwa suku bunga dan nilai tukar juga berpengaruh terhadap determinan nilai perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis determinan nilai perusahaan pada IDXHIDIV20 dan menganalisis peran moderasi indikator makroekonomi terhadap determinan nilai perusahaan IDXHIDIV20. Penelitian ini diharapkan mampu memberikan bukti empiris tentang faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan IDXHIDIV20. Secara praktis, penelitian ini mampu memberikan implikasi managerial bagi perusahaan sehingga menjadi pertimbangan untuk keputusan perusahaan yang berdampak pada nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mampu menjadi petunjuk bagi investor yang mempertimbangkan dividen sebagai salah satu keputusan dalam mengambil keputusan untuk berinvestasi.

## **2. Kerangka Teoretis dan Pengembangan Hipotesis**

Teori kebijakan dividen dibagi menjadi teori dividen relevan dan teori dividen irrelevant. Dalam *dividend irrelevance theory*, Miller & Modigliani (1961) mengemukakan teori bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Pendekatan ini mengungkapkan harga pasar saham bergantung pada pendapatan perusahaan atas investasi yang dilakukan dan bukan berdasarkan dividen yang dibayarkan perusahaan. Dalam *dividend relevance theory*, Walter (1956) dan Gordon (1956) menyatakan kebijakan dividen relevan terhadap nilai perusahaan. Model Walter dan Gordon mengungkapkan bahwa nilai perusahaan bergantung pada tingkat pendapatan perusahaan, pembayaran dividen, tingkat reinvestasi konstan dan tingkat pengembalian yang diharapkan pemegang saham. Kondisi ini menunjukkan hubungan langsung antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan (Singh & Kaur, 2020).

Nilai perusahaan menjadi tujuan keuangan perusahaan. Preferensi indikator nilai perusahaan untuk ukuran kinerja keuangan berbasis akuntansi adalah menggunakan harga pasar aset keuangan seperti saham yang mencerminkan penilaian tingkat risiko bisnis.

Ukuran nilai perusahaan dapat mencakup aset tidak berwujud perusahaan. Ukuran nilai perusahaan mengakomodir asumsi untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham (Ayuba et al., 2019). Chung & Pruitt (1994) menyatakan bahwa Tobin's Q sebagai proksi penilaian pasar memainkan peran penting dalam berbagai interaksi keuangan seperti keputusan investasi dan diversifikasi, hubungan kepemilikan dan nilai perusahaan, hubungan kinerja manajemen dan pasokan, set peluang investasi, keuangan, dividen dan kebijakan kompensasi. Pengelolaan keuangan perusahaan menyangkut keputusan-keputusan penting yang diambil perusahaan.

Makroekonomi adalah faktor eksternal yang dapat mempengaruhi kondisi perusahaan. Dalam makroekonomi terdapat variabel endogen meliputi output nasional, tingkat harga atau perubahannya (inflasi), kesempatan kerja, tingkat bunga, pengangguran dan lain-lain (Nazamuddin 2020). Menurut Bodie et al. (2008) variabel makroekonomi yang dapat digunakan untuk menilai kondisi makroekonomi diantaranya adalah pertumbuhan domestik bruto (PDB), pengangguran, suku bunga, inflasi, nilai tukar, *current account* dan defisit anggaran. Suku bunga adalah harga penggunaan uang sebagai sewa untuk penggunaan uang dalam jangka waktu tertentu (Andrianto et al., 2019). Suku bunga menjadi perantara perbankan yang mempengaruhi keputusan ekonomi baik bagi rumah tangga maupun perusahaan. Penurunan suku bunga dapat menurunkan suku bunga kredit yang dapat meningkatkan permintaan kredit. Menurunkan suku bunga juga dapat menekan biaya modal perusahaan untuk berinvestasi sehingga perekonomian dapat membaik (Otoritas Jasa Keuangan 2019). Nilai tukar nominal adalah harga mata uang suatu negara terhadap mata uang negara lain, sedangkan nilai tukar riil mengukur tingkat di mana barang dan jasa suatu negara dapat ditukar dengan barang dan jasa negara lain (Hubbard & O'Brien, 2012).

### **Kebijakan dividen, nilai perusahaan dan indikator makroekonomi.**

Dividen merupakan laba perusahaan yang dibagikan kepada pemegang sahamnya. Pembayaran dividen menunjukkan bahwa perusahaan memiliki laba positif dapat menjadi sinyal prospek dimasa depan. Pembayaran dividen rendah berkaitan dengan rendahnya nilai perusahaan (Baker & Wurgler, 2016). Penelitian Giriati (2016) serta Dewi & Abundanti (2020) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dimana semakin tinggi pembayaran dividen, maka nilainya semakin besar dimata investor.

H<sub>1a</sub> : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Saat terjadi peningkatan suku bunga maka terjadi peningkatan biaya keuangan seperti beban bunga sehingga dapat meningkatkan biaya operasional yang berdampak pada penurunan laba bersih. Penelitian Guney et al. (2014) menunjukkan bahwa perusahaan justru melakukan pembayaran dividen tinggi pada saat suku bunga meningkat dan pembayaran dividen rendah pada saat biaya operasional tinggi. Kondisi menunjukkan bahwa suku bunga mempengaruhi pembayaran dividen, sedangkan pembayaran dividen rendah dapat menurunkan nilai perusahaan (Baker & Wurgler, 2016). Dengan demikian, fluktuasi suku bunga dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan yang berdampak pada nilai perusahaan.

H<sub>1b</sub> : Suku bunga memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

Fluktuasi nilai tukar Rupiah atas USD dapat mempengaruhi transaksi perdagangan internasional (Hendramiko et al., 2020). Pada saat terjadi peningkatan nilai tukar rupiah, kebijakan dividen perusahaan dapat berubah karena adanya perubahan laba bersih perusahaan. Penelitian Ingrid et al. (2018) menunjukkan bahwa pada saat terjadi peningkatan nilai tukar rupiah, maka terjadi peningkatan dividen yang diterima oleh investor. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat kemungkinan suku bunga mempengaruhi nilai perusahaan melalui kebijakan dividen (Pasaribu et al., 2019).

H<sub>1c</sub> : Nilai tukar memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

### **Struktur modal, nilai perusahaan dan indikator makroekonomi**

Struktur modal merupakan rasio antara hutang baik itu jangka panjang maupun jangka pendek dengan modal perusahaan. Struktur modal optimal dapat meningkatkan nilai pemegang saham. Namun penggunaan hutang berlebihan dapat menyebabkan kesulitan keuangan dan mengurangi nilai perusahaan. Penelitian Sadiq et al. (2020) dan Dang et al. (2019) menyatakan struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dimana semakin besar hutang maka semakin rendah nilai perusahaannya.

H<sub>2a</sub> : Struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Peningkatan suku bunga dapat mendorong perusahaan dalam mengurangi tingkat hutang apabila rasionya tidak sebanding dengan manfaat yang diterima sehingga peningkatan suku bunga dapat membuat perusahaan mengubah struktur modalnya. Kondisi ini disebabkan pinjaman bank menjadi salah satu sumber utama dalam pendanaan perusahaan (Erdian et al., 2022). Tingginya suku bunga akan mengurangi nilai sekarang dari arus kas masa depan sehingga mengurangi daya tarik peluang investasi (Ningsih & Waspada, 2017). Hal ini menunjukkan saat suku bunga meningkat, struktur modal akan mengalami perubahan dan perubahan struktur modal akan mempengaruhi nilai perusahaan.

H<sub>2b</sub> : Suku bunga memoderasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Peningkatan nilai tukar juga dapat berdampak pada peningkatan modal perusahaan yang berdampak pada meningkatnya nilai ekuitas. Apabila nilai tukar negara asal mengalami pelemahan atas nilai tukar negara tujuan, maka ketika perusahaan melakukan transaksi dalam mata uang asing, perusahaan akan mendapatkan keuntungan yang lebih besar (Kurniadi et al., 2014). Hal ini secara tidak langsung dapat menurunkan struktur modal. Penelitian Setiawanta et al. (2020) serta Mantari & Nuryasman (2017) menyatakan bahwa nilai tukar memoderasi struktur modal terhadap nilai perusahaan.

H<sub>2c</sub> : Nilai tukar memoderasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.

### **Kepemilikan, nilai perusahaan dan indikator makroekonomi**

Jensen & Meckling (1976) menyatakan peningkatan kepemilikan saham dapat menurunkan *agency cost* yang berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Kepemilikan saham yang terkonsentrasi dapat menghindarkan perusahaan dari adanya konflik kepentingan. Hal ini sejalan dengan penelitian Singh et al. (2017) yang menunjukkan bahwa kepemilikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Shatnawi et al. (2021) dan Oyedokun et al. (2020) juga mengungkapkan bahwa kepemilikan berhubungan signifikan terhadap nilai perusahaan.

H<sub>3a</sub> : Kepemilikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Perubahan suku bunga yang berfluktuasi dapat menimbulkan adanya konflik agensi akibat dari perbedaan kepentingan antar pemilik pada saat membuat keputusan. Pada saat suku bunga meningkat, perusahaan dapat menghadapi berbagai konflik seperti peningkatan biaya operasional dan penurunan *return* akibat peningkatan modal (Wijaya et al., 2020). Konflik yang terjadi dalam perusahaan dapat menurunkan nilai perusahaan dimata investor. Semakin besar konsentrasi kepemilikan maka akan semakin kecil tingkat konflik yang mungkin terjadi (Hastori et al., 2015). Hal ini menunjukkan adanya peran suku bunga terhadap konsentrasi kepemilikan dalam mempengaruhi nilai perusahaan.

H<sub>3b</sub> : Suku bunga memoderasi pengaruh kepemilikan terhadap nilai perusahaan

Nilai tukar menunjukkan nilai mata uang Rupiah terhadap mata uang asing. Penguatan nilai tukar suatu negara dapat melemahkan nilai saham suatu perusahaan (Dwianika 2018). Pelemahan harga saham menunjukkan bahwa perusahaan mengalami penurunan nilai perusahaan dimata investor. Hal ini dapat menyebabkan investor memilih untuk berinvestasi pada proyek lain yang lebih menjanjikan. Dengan demikian, perubahan nilai tukar, memungkinkan terjadinya perubahan konsentrasi kepemilikan yang dapat berdampak pada nilai perusahaan.

H<sub>3c</sub> : Nilai tukar memoderasi pengaruh kepemilikan terhadap nilai perusahaan

#### **Free cash flow, nilai perusahaan dan indikator makroekonomi**

*Free cash flow* (FCF) atau arus kas bebas menggambarkan besarnya kas yang tersedia setelah membiayai operasional perusahaan, yang dapat digunakan perusahaan untuk berinvestasi. Semakin besar FCF perusahaan maka dapat memperbesar kemungkinan munculnya konflik agensi (Anwer et al., 2020). FCF berpengaruh negatif pada nilai perusahaan. FCF yang semakin besar maka semakin rendah nilai perusahaan karena perusahaan dianggap kurang mampu memaksimalkan potensi perusahaan serta dapat menciptakan konflik dalam perusahaan.

H<sub>4a</sub> : *Free cash flow* berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Suku bunga berhubungan dengan FCF apabila dilihat dari sudut pandang bahwa pengeluaran bunga sangat bergantung pada tingkat suku bunga yang berlaku. Semakin besar suku bunga, maka semakin besar biaya yang harus dikeluarkan oleh perusahaan. Kondisi ini dapat mempengaruhi laba perusahaan. Pada saat laba operasional menurun maka dapat mengurangi *free cash flow* (Hastori et al., 2015).

H<sub>4b</sub> : Suku bunga memoderasi pengaruh FCF terhadap nilai perusahaan

Nilai tukar berhubungan dengan FCF apabila dilihat dari sudut pandang bahwa transaksi perdagangan dalam bentuk dolar dapat menghasilkan selisih dalam laba operasional yang berdampak pada laba perusahaan. Pada perdagangan internasional, nilai tukar yang berlaku sangat mempengaruhi laba dan rugi perusahaan. Pada saat laba operasional menurun maka hal tersebut dapat mengurangi FCF (Hastori et al., 2015). Penurunan FCF berdampak pada penurunan konflik agensi. Dengan demikian dapat diargumentasikan bahwa semakin kecil konflik kepentingan dalam perusahaan maka semakin besar nilai perusahaannya (Anwer et al., 2020).

H<sub>4c</sub> : Nilai tukar memoderasi pengaruh FCF terhadap nilai perusahaan

### **Profitabilitas, nilai perusahaan dan indikator makroekonomi**

Profitabilitas menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan dan ukuran dalam efektifitas manajemen dimana profitabilitas dapat memberikan gambaran baik buruknya perusahaan di masa depan (Dewi dan Abundanti 2020). Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dimana profitabilitas yang semakin tinggi, maka akan meningkatkan nilai perusahaan (Fauzia & Djashan, 2019, Mangesti et al., 2019).

H<sub>5a</sub> : Profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Suku bunga dapat mempengaruhi profitabilitas (Panda et al. 2021, Simon et al. 2021). Suku bunga berkaitan dengan profitabilitas dimana pada saat suku bunga meningkat, maka perusahaan akan mempertimbangkan penggunaan modal usaha internal dengan *return* yang diterima. Hasil penelitian Kristanto (2018) mengungkapkan bahwa suku bunga tidak signifikan dalam memoderasi profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

H<sub>5b</sub> : Suku bunga memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan

Nilai tukar berkaitan dengan profitabilitas dimana pada saat terjadi peningkatan nilai tukar, maka perusahaan akan memperoleh peningkatan laba sehingga nilai ekuitas meningkat. Secara tidak langsung, fluktuasi nilai tukar dapat mempengaruhi nilai perusahaan karena berpengaruh terhadap profitabilitas. Nilai tukar rupiah juga menjadi faktor paling mempengaruhi nilai perusahaan dimana perusahaan perlu memberikan perhatian dan antisipasi atas faktor ini (Pasaribu et al., 2019). Mantari & Nuryasman (2017) menyatakan bahwa nilai tukar dapat memperkuat hubungan profitabilitas dengan nilai perusahaan.

H<sub>5c</sub> : Nilai tukar memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan

### **Good corporate governance, nilai perusahaan dan indikator makroekonomi**

*Good Corporate Governance* (GCG) merupakan tata kelola perusahaan yang meliputi sistem, struktur, mekanisme dan juga kebijakan. GCG dapat diukur dengan berbagai proksi seperti komite audit, dewan komisaris, dan dewan direksi (Hastori et al., 2015, Amelia et al., 2021). *Good corporate governance* (GCG) secara positif mempengaruhi nilai perusahaan, dimana semakin baik tata kelola perusahaan maka semakin baik pula nilai perusahaannya (Fauzia & Djashan, 2019). Ukuran dewan menunjukkan besarnya jumlah dewan yang terdiri atas dewan direksi, dewan komisaris (independen dan non independen). Penelitian Shatnawi et al. (2021), Singh et al. (2017) dan Sari et al. (2018) menunjukkan bahwa ukuran dewan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

H<sub>6a</sub> : Ukuran dewan berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Hubungan suku bunga dengan ukuran dewan dapat dilihat dari kemampuan dewan dalam pengambilan keputusan perusahaan. Suku bunga merupakan faktor diluar kendali perusahaan sehingga peran manajerial sangat diperlukan untuk menjaga nilai perusahaan (Pasaribu et al., 2019). Pada saat suku bunga meningkat, perusahaan dapat menghadapi berbagai konflik akibat perubahan kondisi keuangan perusahaan (Wijaya et al., 2020) dimana konflik dapat memperburuk citra perusahaan (Amelia et al., 2021). Ukuran dewan yang semakin besar dapat memperbesar kemungkinan konflik dapat terjadi.

H<sub>6b</sub> : Suku bunga memoderasi pengaruh ukuran dewan terhadap nilai perusahaan



Nilai tukar berhubungan dengan kinerja perusahaan terutama pada perusahaan yang memiliki kegiatan perdagangan internasional (Setiawanta et al., 2020) dimana kinerja perusahaan juga ditentukan oleh tata kelola perusahaan. Tata kelola yang baik dapat direpresentasikan dengan ukuran dewan yang seimbang sehingga mengurangi konflik agensi (Hastori et al., 2015). Hal ini menunjukkan bahwa saat terjadi fluktuasi nilai tukar, peranan ukuran dewan dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

H<sub>6c</sub> : Nilai tukar memoderasi pengaruh ukuran dewan terhadap nilai perusahaan.

### **Komite audit, nilai perusahaan dan indikator makroekonomi**

Komite audit merupakan pihak yang membantu proses pengawasan dewan komisaris terhadap perusahaan. Kinerja komite audit dapat dikatakan cukup baik sehingga dapat berdampak pada peningkatan nilai perusahaan, sebaliknya kinerja komite audit yang buruk dapat berdampak pada penurunan nilai perusahaan (Amelia et al., 2021). Sementara itu, Hamzah (2014) menyatakan bahwa komite audit berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

H<sub>7a</sub> : Komite audit berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Hubungan suku bunga dengan komite audit dapat dilihat dari kemampuan komite dalam menjalankan fungsi pengawasan dalam perusahaan (Amelia et al., 2021). Saat terjadi perubahan suku bunga, maka dapat terjadi konflik kepentingan antar dewan sehingga peran komite audit sangat diperlukan agar konflik tidak menguntungkan maupun merugikan salah satu pihak. Komite audit dapat menekan biaya keagenan dimana kondisi ini dapat meningkatkan nilai perusahaan (Hastori et al., 2015).

H<sub>7b</sub> : Suku bunga memoderasi pengaruh komite audit terhadap nilai perusahaan

Kinerja perusahaan dipengaruhi oleh nilai tukar sebagai akibat dari kegiatan perdagangan internasional. Saat nilai tukar naik, perusahaan yang menggunakan bahan baku dari luar negeri dapat mengalami kenaikan biaya operasional, sedangkan perusahaan yang melakukan penjualan ke luar negeri dapat mengalami peningkatan laba. Dalam kondisi demikian, peran komite audit sangat penting terutama dalam kegiatan pelaporan keuangan dan sistem internal audit (Amelia et al., 2021, Hastori et al., 2015). Komite audit harus dapat memastikan bahwa pelaporan keuangan sejalan dengan kurs yang berlaku sehingga meminimalkan adanya konflik. Kondisi ini secara tidak langsung dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

H<sub>7c</sub> = Nilai tukar memoderasi pengaruh komite audit terhadap nilai perusahaan

### **3. Metode Penelitian**

Penelitian dengan pendekatan kuantitatif menggunakan *panel data regression analysis* dengan software Eview12. Analisis regresi data panel diawali dengan penentuan model estimasi dengan *common effect model*, *random effect model* dan *fixed effect model*. Pemilihan model terbaik menggunakan uji Lagrange Multiplier (LM), uji Chow, dan uji Hausman. Setelah ditemukan model terbaik, kemudian dilakukan uji asumsi klasik meliputi uji normalitas, uji heterokedastisitas, uji autokorelasi dan uji multikolinearitas. Apabila model dinyatakan valid, uji selanjutnya adalah pengujian hipotesis melalui koefisien determinasi R<sup>2</sup>, uji t, dan uji F (Erdian et al., 2022).

Jenis data sekunder dari laporan keuangan triwulanan dan tahunan. Sumber data laporan keuangan berasal dari Bursa Efek Indonesia (BEI), situs resmi perusahaan dan instansi terkait. Metode pengambilan sampel dilakukan dengan *purposive sampling*. Sampel yang digunakan adalah 18 perusahaan dari 20 perusahaan IDXHIDIV20 di BEI yang membagikan dividen selama 5 tahun terakhir dari tahun 2017 sampai dengan tahun 2021. Dua perusahaan dikeluarkan dari sampel karena tidak membagikan dividen rutin dalam periode penelitian.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah persamaan sederhana Tobin's Q dari Chung & Pruitt (2004). Variabel independen adalah kebijakan dividen dengan proksi dividend pay-out ratio (DPR), struktur modal berproksi *debt to equity ratio* (DER), kepemilikan (CO), *free cash flow* (FCF), profitabilitas berproksi *return on equity* (ROE), tata kelola perusahaan yang baik (GCG) menggunakan board size (BD) dan komite audit (KA). Variabel moderasi adalah indikator ekonomi makro dengan menggunakan suku bunga (SBI) dan nilai tukar (kurs). Variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan (TA), tipe perusahaan (dummy) dan pandemi Covid-19 (dummy). Operasionalisasi variabel penelitian ini disajikan pada Tabel 1.

**Tabel 1. Operasionalisasi Variabel**

Variabel	Pengukuran	Sumber
<b>Dependen:</b> Tobin's Q	$\frac{\text{Book Value of Debt} + \text{Market Value of Equity}}{\text{Total Assets}}$	Chung & Pruitt (1994)
<b>Independen:</b> DPR	$\frac{\text{Divident per share}}{\text{Earnings per share}}$	Danila et al. (2020)
DER	$\frac{\text{Total hutang (liability)}}{\text{Total Modal (equity)}}$	
Kepemilikan	$\frac{\text{Total Kepemilikan saham}}{\text{Total keseluruhan saham}} \times 100\%$	Singh et al. (2017)
<i>Free cash flow</i>	$\frac{\text{Operating income} - \text{total income taxes} + \text{deftaxes} - \text{interest expenses}}{\text{Total Assets}}$	Anwer et al. (2020)
ROE	$\frac{\text{Net Income}}{\text{Total equity}} \times 100\%$	Setiono et al. (2017)
BD	Jumlah Ukuran Dewan	
KA	$\frac{\text{Jumlah komite audit}}{\text{Jumlah komisi non-independen}} \times 100\%$	Hastori et al. (2015)
<b>Kontrol:</b> Firm Size	$L$ Logaritma Natural (TA)	Ayubi et al. (2019)
Jenis Pengelolaan Pandemi Covid	<i>Dummy</i>	Ben-Nasr & Ghouma (2021)
<b>Moderasi:</b> Suku Bunga	BI Rate, BI7DRR	Sasongko & Hamzah (2022)
Nilai Tukar Rupiah (Kurs)	Rupiah / USD	Hendramiko et al. (2020)

Model penelitian dimodifikasi dari penelitian sebelumnya Erdian et al. (2022) dan Danila et al. (2020) sebagai berikut:

Model tanpa variabel moderasi:

$$TQ_{it} = \alpha + \beta_1 DPR_{it} + \beta_2 DER_{it} + \beta_3 CO_{it} + \beta_4 FCF_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 BD_{it} + \beta_7 KA_{it} + \beta_8 LnSIZE_{it} + \beta_9 Ftype_{it} + \beta_{10} Covid_{it} + \epsilon_{it} \dots (1)$$

Model moderasi suku bunga:

$$TQ_{it} = \alpha + \beta_1 DPR_{it} + \beta_2 DER_{it} + \beta_3 CO_{it} + \beta_4 FCF_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 BD_{it} + \beta_7 KA_{it} + \beta_8 SBI_{it} + \beta_9 LnSIZE_{it} + \beta_{10} Ftype_{it} + \beta_{11} Covid_{it} + \epsilon_{it} \dots (2)$$

Model moderasi nilai tukar:

$$TQ_{it} = \alpha + \beta_1 DPR_{it} + \beta_2 DER_{it} + \beta_3 CO_{it} + \beta_4 FCF_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 BD_{it} + \beta_7 KA_{it} + \beta_8 Kurs_{it} + \beta_9 LnSIZE_{it} + \beta_{10} Ftype_{it} + \beta_{11} Covid_{it} + \epsilon_{it} \dots (3)$$

Model interaksi suku bunga:

$$TQ_{it} = \alpha + \beta_1 DPR_{it} + \beta_2 DER_{it} + \beta_3 CO_{it} + \beta_4 FCF_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 BD_{it} + \beta_7 KA_{it} + \beta_8 DPR_{it} * SBI_{it} + \beta_9 DER_{it} * SBI_{it} + \beta_{10} CO_{it} * SBI_{it} + \beta_{11} FCF_{it} * SBI_{it} + \beta_{12} ROE_{it} * SBI_{it} + \beta_{13} BD_{it} * SBI_{it} + \beta_{14} KA_{it} * SBI_{it} + \beta_{15} LnSIZE_{it} + \beta_{16} Ftype_{it} + \beta_{17} Covid_{it} + \epsilon_{it} \dots (4)$$

Model interaksi nilai tukar:

$$TQ_{it} = \alpha + \beta_1 DPR_{it} + \beta_2 DER_{it} + \beta_3 CO_{it} + \beta_4 FCF_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 BD_{it} + \beta_7 KA_{it} + \beta_8 DPR_{it} * SBI_{it} + \beta_9 DER_{it} * SBI_{it} + \beta_{10} CO_{it} * SBI_{it} + \beta_{11} FCF_{it} * SBI_{it} + \beta_{12} ROE_{it} * SBI_{it} + \beta_{13} BD_{it} * SBI_{it} + \beta_{14} KA_{it} * SBI_{it} + \beta_{15} LnSIZE_{it} + \beta_{16} Ftype_{it} + \beta_{17} Covid_{it} + \epsilon_{it} \dots (5)$$

Keterangan :

TQ <sub>it</sub>	=	Tobin's Q
α	=	Intercept
β	=	Koefisien regresi
DPR <sub>it</sub>	=	Dividen payout rasio
DER <sub>it</sub>	=	Debt to equity rasio
CO <sub>it</sub>	=	Concentration ownership
FCF <sub>it</sub>	=	Free cash flow
ROE <sub>it</sub>	=	Profitabilitas perusahaan i pada periode t
BD <sub>it</sub>	=	Ukuran Dewan
KA <sub>it</sub>	=	Komite Audit
LnSIZE <sub>it</sub>	=	Ukuran perusahaan i pada periode t
Ftype <sub>it</sub>	=	Jenis pengelolaan – dummy
Covid <sub>it</sub>	=	Pandemi covid – dummy
SBI <sub>it</sub>	=	Suku bunga
Kurst	=	Nilai tukar
ε <sub>it</sub>	=	error
i,t	=	Perusahaan ke-i, periode ke -t

Menurut Ghozali (2018) untuk menguji keberadaan indikator makroekonomi sebagai variabel moderasi dengan kriteria sebagai berikut: a. *Pure Moderator* atau moderasi murni, jika nonsignifikan pada koefisien B2 dan signifikan pada koefisien B3; b. *Quasi Moderator* atau moderasi semu jika signifikan pada koefisien B2 dan signifikan pada koefisien B3; c. *Predictor Moderator* atau moderasi prediktor jika signifikan pada koefisien B2 dan non signifikan pada koefisien B3. d. *Homologizer Moderator* atau moderasi potensial jika non signifikan pada koefisien B2 dan B3.

#### 4. Hasil dan Pembahasan

Tobin's Q di IDXHIDIV20 lebih dari 1 berarti nilai perusahaan IDXHIDIV20 lebih tinggi dari nilai bukunya dan mampu memaksimalkan nilai pasarnya. Rata-rata dividen payout ratio sebesar 59,39% menunjukkan level sehat. Rata-rata DER perusahaan IDXHIDIV20 adalah sebesar 207,24% sehingga DER termasuk tinggi. Kondisi ini akibat dominasi sektor keuangan dan konstruksi. Rata-rata rasio CO pada perusahaan IDXHIDIV20 adalah sebesar 64,42% yang menunjukkan kepemilikan publik lebih sedikit. Rata-rata nilai FCF pada perusahaan IDXHIDIV20 adalah sebesar 0,06 termasuk cukup rendah. Rata-rata ROE pada IDXHIDIV20 sebesar 15,51% sehingga profitabilitas perusahaan baik. *Good Corporate Governance* (GCG) dapat dilihat melalui beberapa kondisi diantaranya ukuran dewan (*board size*) dan komite audit. Rata-rata jumlah dewan sebanyak 14,68. Rata-rata rasio komite audit adalah 111%. Kedua kondisi ini menyatakan bahwa IDXHIDIV20 memiliki GCG yang baik. Hasil analisis deskriptif secara lengkap disajikan pada Tabel 2.

**Tabel 2. Statistika Deskriptif pada IDXHIDIV20**

Variabel	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.
TOBIN'S Q	2,24	1,39	15,35	0,70	2,29
DPR (%)	59,39	50,03	103,77	25,00	22,67
DER (%)	207,24	91,63	684,01	18,64	205,67
CO (%)	64,42	58,75	98,15	32,72	16,09
FCF	0,06	0,04	0,47	-0,03	0,07
ROE (%)	15,51	10,72	145,09	1,67	19,23
BD (Orang)	14,68	14,00	23,00	9,00	3,92
KA	111,00	100,00	250,00	50,00	44,23
Total Aset (Milyar Rp)	301.353,60	70.060,60	1.725.611,00	3.190,39	445.106,50
FTYPE	0,50	0,50	1,00	0,00	0,50
COV	0,40	0,00	1,00	0,00	0,49
SBI (%)	4,60	4,38	6,00	3,50	0,86
Kurs (Rp)	14.255,75	14.261,00	16.367,00	13.319,00	666,68

Sumber : Data Sekunder (diolah)

Sebelum melihat peran moderasi indikator makroekonomi dalam menentukan nilai perusahaan, perlu diketahui pengaruh langsung variabel independen terhadap nilai

perusahaan tanpa adanya moderasi indikator makroekonomi. Model regresi terbaik berdasarkan uji LM adalah *random effect model* (REM). Uji asumsi klasik menunjukkan bahwa model dipengaruhi oleh autokorelasi dan heteroskedastisitas tetapi model lolos uji multikolinearitas dan uji normalitas. REM termasuk dalam *generalized least square* (GLS) yang kuat terhadap autokorelasi dan heteroskedastisitas (Hastori et al., 2015) sehingga model tersebut valid. Tabel 3 menunjukkan hasil analisis regresi tanpa moderasi.

Hasil regresi tanpa moderasi menunjukkan kebijakan dividen dan kepemilikan terbukti berpengaruh positif atas nilai perusahaan, sedangkan GCG berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan arah positif pada variabel ukuran dewan dan arah negatif pada variabel komite audit. Sementara itu struktur modal, *free cash flow*, profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan, jenis pengelolaan dan pandemi covid terbukti berpengaruh tidak signifikan pada nilai perusahaan IDXHIDIV20. Nilai koefisien determinasi atau  $R^2$  pada regresi tanpa moderasi sebesar 0,1233 yang menunjukkan bahwa kontribusi variabel independen sebesar 12,33% atas variabel dependen.

**Tabel 3. Hasil Analisis Regresi Data Panel (Tanpa Moderasi)**

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Stat	Prob.
C	-4.934	2.154	-2.291	0.023
DPR	2.507	0.605	4.142	0.000***
DER	-0.256	0.145	-1.765	0.079*
CO	3.415	1.610	2.121	0.035**
FCF	0.608	2.540	0.239	0.811
ROE	0.555	1.028	0.540	0.590
BD	0.180	0.055	3.306	0.001**
KA	-0.875	0.316	-2.771	0.006**
LNTA	0.114	0.069	1.642	0.102
FTYPE	0.414	0.631	0.657	0.512
COVID	-0.166	0.138	-1.206	0.229
R-square ( $R^2$ )	0.1233			
Adjusted R-square	0.0982			
F-statistic	4.9087			
Prob(F-statistic)	0.0000			

Keterangan : \* Significant level 10%, \*\* significant level 5%, \*\*\*significant level 1%

Setelah mengetahui uji langsung tanpa moderasi pada nilai perusahaan IDXHIDIV20, perlu memasukkan variabel moderasi yaitu suku bunga dan nilai tukar ke model untuk mengetahui pengaruhnya pada nilai perusahaan. Adapun hasilnya dapat dilihat pada Tabel 4. Hasil analisis regresi pada Tabel 4 menunjukkan bahwa pada taraf signifikansi 5%, kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan, GCG dengan proksi ukuran dewan komisaris menunjukkan pengaruh positif signifikan, komite audite berpengaruh negatif signifikan pada nilai perusahaan. Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan IDXHIDIV20. Penelitian ini terbukti mendukung penelitian Giriati (2016). Hasil ini mendukung pendapat Walter (1956) dan Gordon (1956) tentang teori dividen yang relevan. Nilai perusahaan IDXHIDIV20

dipengaruhi oleh tingginya kebijakan dividen yang diberlakukan oleh perusahaan. Kondisi ini membuat investor dan pasar melihat bahwa tinggi rendahnya nilai perusahaan ditentukan oleh besarnya dividen. GCG memiliki dampak positif dan negatif. *Board size* berpengaruh positif signifikan, sedangkan komite audit berpengaruh negatif signifikan pada nilai perusahaan IDXHIDIV20. Hasil penelitian tidak sejalan dengan teori keagenan yang menyatakan bahwa *board size* yang besar dapat menimbulkan konflik dan dapat menurunkan efisiensi kinerja perusahaan (Shatnawi et al. 2021).

**Tabel 4. Hasil Analisis Regresi Data Panel (dengan Variabel Moderasi)**

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Stat	Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Stat
C	-4.682**	2.218	-2.111	C	-3.927	2.621	-1.498
DPR	2.504***	0.606	4.132	DPR	2.505***	0.606	4.134
DER	-0.256*	0.145	-1.764	DER	-0.256*	0.145	-1.764
CO	3.452**	1.613	2.140	CO	3.494**	1.615	2.163
FCF	0.594	2.544	0.233	FCF	0.653	2.544	0.257
ROE	0.540	1.030	0.524	ROE	0.505	1.032	0.489
BD	0.180***	0.055	3.299	BD	0.181***	0.055	3.313
KA	-0.876***	0.316	-2.770	KA	-0.868***	0.316	-2.745
SBI	-5.602	11.627	-0.482	KURS	0.000	0.000	-0.675
LNTA	0.115*	0.069	1.655	LNTA	0.115*	0.069	1.656
FTYPE	0.420	0.631	0.665	FTYPE	0.427	0.632	0.676
COVID	-0.240	0.206	-1.163	COVID	-0.113	0.159	-0.708
R-square (R <sup>2</sup> )			0.1239	R-square (R <sup>2</sup> )			0.1244
Adjusted R-square			0.0962	Adjusted R-square			0.0967
F-statistic			4,4753	F-statistic			4.4962
Prob(F-statistic)			0.0033	Prob(F-statistic)			0.0000

Keterangan : \* Significant level 10%, \*\* significant level 5%, \*\*\*significant level 1%

Secara langsung, suku bunga dan nilai tukar tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Suku bunga berpengaruh negatif tidak signifikan pada nilai perusahaan dan nilai tukar berpengaruh positif tidak signifikan pada nilai perusahaan. Suku bunga berpengaruh negatif tidak signifikan dimana ini sejalan dengan Wijaya et al. (2021), sedangkan nilai tukar berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan sesuai dengan penelitian Sartika et al. (2019).

Pada analisis regresi dengan memasukkan variabel moderasi, nilai R<sup>2</sup> menunjukkan peningkatan dari 12,33% menjadi 12,39 pada variabel moderasi suku bunga dan 12,44% pada variabel moderasi nilai tukar. Hal ini menunjukkan variabel dapat menjadi variabel moderasi. Selanjutnya dilakukan uji analisis regresi dengan melakukan interaksi antara variabel independen dengan moderasi. Analisis regresi data panel pada model dengan moderasi suku bunga dan nilai tukar menunjukkan adanya masalah multikolinearitas yang ditunjukkan oleh nilai VIF lebih dari 10. Variabel yang menyebabkan masalah multikolinearitas dikeluarkan dari model untuk mengatasi masalah ini. Dalam hal ini model hanya menganalisis peran moderasi suku bunga dan nilai tukar terhadap determinan nilai perusahaan IDXHIDIV20.

Model terbaik untuk memoderasi suku bunga dan nilai tukar adalah model efek acak (REM). *Random effect model* (REM) merupakan pendekatan model dengan menggunakan *generalized least square* yang kebal terhadap autokorelasi dan heteroskedastisitas sehingga kedua pengujian tersebut tidak perlu dilakukan. Uji normalitas menurut teorema limit karena sampel dalam penelitian ini lebih dari 30 ( $n = 360$  pengamatan), maka dapat dinyatakan bahwa sampel berdistribusi normal (Lind et al., 2018). Uji multikolinearitas pada kedua model juga menunjukkan nilai VIF  $< 10$  dan nilai korelasi  $< 0,9$  yang berarti model terbebas dari masalah multikolinearitas.

**Tabel 5. Hasil Analisis Regresi Data Panel (dengan Moderasi Suku Bunga dan Nilai Tukar)**

Variabel	Coef.	Std. Error	t-Stat	Variabel	Coef.	Std. Error	t-Stat
C	0.735	1.388	0.530	C	-1.870	1.783	-1.049
DPR_SBI	40.072***	13.170	3.043	DPR_KURS	0.000***	0.000	4.034
DER_SBI	-3.749	2.960	-1.266	DER_KURS	0.000	0.000	-1.288
CO_SBI	2.521	21.431	0.118	CO_KURS	0.000	0.000	0.815
FCF_SBI	46.269	58.626	0.789	FCF_KURS	0.000	0.000	0.146
ROE_SBI	-22.621	24.258	-0.933	ROE_KURS	0.000	0.000	0.841
BD_SBI	0.516	0.865	0.597	BD_KURS	0.000**	0.000	2.475
KA_SBI	-19.472***	5.959	-3.268	KA_KURS	0.000***	0.000	-3.878
LNNTA	0.078	0.066	1.191	LNNTA	0.096	0.070	1.371
FTYPE	-0.042	0.566	-0.075	FTYPE	0.131	0.616	0.212
COV	-0.082	0.196	-0.417	COV	-0.247	0.151	-1.634
R-square ( $R^2$ )			0.0720	R-square ( $R^2$ )			0.1123
Adjusted R-square			0.0454	Adjusted R-square			0.0868
F-statistic			2.7068	F-statistic			4.4132
Prob(F-statistic)			0.0033	Prob(F-statistic)			0.0000

Keterangan : \* Significant level 10%, \*\* significant level 5%, \*\*\*significant level 1%

Pengaruh moderasi suku bunga dapat dilihat pada Tabel 5 yang menunjukkan bahwa suku bunga merupakan *pure moderator* pada kebijakan dividen dan GCG pada variabel KA karena nilai B2 non significant sedangkan B3 significant. Uji t menunjukkan bahwa interaksi kebijakan dividen dan suku bunga (DPR\_SBI), interaksi *good corporate governance* dan suku bunga (KA\_SBI) secara parsial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan IDXHIDIV20. Interaksi struktur modal dan suku bunga (DER\_SBI), interaksi kepemilikan dan suku bunga (CO\_SBI), arus kas bebas (*free cash flow*) dan interaksi suku bunga (FCF\_SBI), interaksi profitabilitas dan suku bunga (ROE\_SBI), interaksi *good corporate governance* dan suku bunga (BD\_SBI), ukuran perusahaan (LnTA), jenis manajemen perusahaan (Ftype) dan pandemi covid (COV) secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan IDXHIDIV20.

Uji F menunjukkan nilai F-statistik sebesar 2,7068 dengan probabilitas 0,00 sehingga dapat dinyatakan model memiliki kelayakan sebagai model prediksi. Dari hasil uji F dapat dinyatakan bahwa interaksi kebijakan dividen dan suku bunga (DPR\_SBI), interaksi struktur modal dan suku bunga (DER\_SBI), interaksi kepemilikan dan suku bunga (CO\_SBI), interaksi free cash flow dan suku bunga (FCF\_SBI), interaksi profitabilitas dan

suku bunga (ROE\_SBI), serta interaksi *good corporate governance* dan suku bunga (BD\_SBI dan KA\_SBI) secara simultan dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Uji *Goodness of fit* melalui penentuan  $R^2$  menunjukkan bahwa model moderasi suku bunga memiliki nilai  $R^2$  sebesar 0,0720 yang artinya sebesar 7,20% interaksi variabel independen dengan suku bunga dapat menjelaskan nilai IDXHIDIV20 perusahaan. Sebesar 92,80% lainnya dapat dijelaskan oleh variabel lain di luar interaksi variabel kebijakan dividen, struktur modal, kepemilikan, arus kas bebas, profitabilitas dan tata kelola perusahaan yang baik dengan suku bunga. Hasil kontribusi interaksi variabel independen dan variabel moderasi cenderung lemah.

Berdasarkan hasil pengujian moderasi pengaruh moderasi nilai tukar pada Tabel 5, menunjukkan bahwa nilai tukar merupakan *pure moderator* pada kebijakan dividen dan GCG pada variabel BD dan KA karena nilai B2 non significant sedangkan B3 significant. Tabel 5 menunjukkan bahwa interaksi kebijakan dividen dan suku bunga (DPR\_SBI) serta interaksi *good corporate governance* dan nilai tukar (BD\_KURS dan KA\_KURS) berpengaruh signifikan secara parsial terhadap nilai perusahaan IDXHIDIV20. Interaksi struktur modal dan nilai tukar (DER\_KURS), interaksi kepemilikan dan nilai tukar (CO\_KURS), interaksi arus kas bebas dan nilai tukar (FCF\_KURS), interaksi profitabilitas dan nilai tukar (ROE\_KURS), ukuran perusahaan (LnTA), jenis pengelolaan perusahaan (Ftype) dan pandemi covid (COV) secara parsial tidak berpengaruh signifikan pada nilai perusahaan IDXHIDIV20.

Nilai F-statistik sebesar 4,4132 dengan probabilitas 0,00 sehingga dapat disimpulkan model signifikan dan memiliki kemampuan prediksi. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa interaksi kebijakan dividen dan nilai tukar (DPR\_KURS), interaksi struktur modal dan nilai tukar (DER\_KURS), interaksi kepemilikan dan nilai tukar (CO\_KURS), interaksi arus kas bebas dan nilai tukar (FCF\_KURS), interaksi profitabilitas dan nilai tukar (ROE\_KURS), serta interaksi *good corporate governance* dan nilai tukar (BD\_KURS dan KA\_KURS) secara simultan dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Uji kecocokan menggunakan koefisien determinasi  $R^2$  menunjukkan bahwa model moderasi nilai tukar memiliki nilai  $R^2$  sebesar 0,1123 yang berarti bahwa 11,23% interaksi variabel independen dengan nilai tukar dapat menjelaskan nilai IDXHIDIV20 perusahaan. Sebesar 89,77% lainnya dapat dijelaskan oleh variabel lain di luar interaksi variabel kebijakan dividen, struktur modal, kepemilikan, FCF, profitabilitas dan GCG dengan nilai tukar.

Hasil analisis regresi dengan moderasi suku bunga terhadap determinan nilai perusahaan menunjukkan hasil yang berbeda dengan hasil analisis regresi sebelumnya. Moderasi suku bunga menunjukkan pengaruh signifikan interaksi variabel kebijakan dividen (DPR\_SBI) dan interaksi *good corporate governance* dengan suku bunga (KA\_SBI). Interaksi suku bunga dengan struktur modal, kepemilikan, FCF dan profitabilitas menunjukkan hasil yang tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Pada moderasi suku bunga, tidak ada perbedaan pengaruh variabel kontrol terhadap nilai perusahaan. Pada model dengan moderasi suku bunga, ukuran perusahaan, jenis manajemen perusahaan dan pandemi covid tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, suku bunga memoderasi determinan nilai perusahaan melalui variabel kebijakan dividen dan tata kelola perusahaan yang baik. Selain itu, apabila ditinjau



dari segi *slope*, maka peran moderasi suku bunga terbukti mampu meningkatkan nilai perusahaan.

Interaksi antara kebijakan dividen dan suku bunga menunjukkan hasil positif yang signifikan. Artinya semakin besar interaksi antara kebijakan dividen dan suku bunga maka semakin baik nilai perusahaan. Ketika terjadi kenaikan suku bunga meskipun tidak ada kenaikan kebijakan dividen, maka nilai perusahaan akan tetap membaik. Interaksi *good corporate governance* dengan proksi komite audit dan suku bunga menunjukkan pengaruh negatif yang signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga kenaikan suku bunga dapat menurunkan nilai perusahaan jika dikaitkan dengan rasio komite audit. Hasil analisis regresi ini menunjukkan bahwa terdapat peran moderasi suku bunga dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Suku bunga memoderasi hubungan antara kebijakan dividen dan GCG terhadap nilai perusahaan IDXHIDIV20. Moderasi suku bunga pada kebijakan dividen terbukti memperkuat nilai perusahaan, sedangkan moderasi suku bunga pada *good corporate governance* terbukti memperlemah nilai perusahaan.

Model dengan moderasi nilai tukar rupiah menunjukkan perbedaan hasil jika dibandingkan dengan model tanpa moderasi. Hasil analisis regresi menunjukkan interaksi antara kebijakan dividen dan nilai tukar secara positif signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kondisi ini menggambarkan bahwa terjadi peningkatan nilai perusahaan ketika kebijakan dividen tetap disertai dengan peningkatan nilai tukar rupiah, sebaliknya nilai perusahaan akan menurun ketika terjadi penurunan nilai tukar rupiah pada pembayaran dividen konstan. Demikian juga GCG, menunjukkan pengaruh positif yang signifikan untuk proksi ukuran dewan dan negatif signifikan untuk proksi komite audit. Artinya pada *board size* yang sama, peningkatan nilai tukar akan meningkatkan nilai perusahaan, sedangkan pada rasio komite audit tetap, peningkatan nilai tukar akan berdampak pada turunnya nilai perusahaan. Peran moderasi nilai tukar dalam determinan nilai perusahaan dapat dilihat pada interaksi kebijakan dividen dengan nilai tukar dan interaksi tata kelola perusahaan yang baik dengan nilai tukar. Selain itu, jika dilihat dari segi *slope*, maka peran moderasi nilai terbukti mampu meningkatkan nilai perusahaan.

Variabel lain seperti interaksi struktur modal dengan nilai tukar, kepemilikan dengan nilai tukar, arus kas bebas dengan nilai tukar, profitabilitas dengan nilai tukar tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan sehingga nilai tukar tidak memoderasi nilai perusahaan melalui variabel-variabel tersebut. Variabel kontrol di moderasi dengan nilai tukar menunjukkan hasil yang sama dengan model tanpa moderasi. Pada model dengan moderasi nilai tukar, semua variabel kontrol baik ukuran perusahaan, jenis manajemen maupun pandemi COVID-19 berpengaruh tidak signifikan pada nilai perusahaan.

Peran moderasi suku bunga dan nilai tukar dapat dilihat pada interaksinya dengan variabel kebijakan dividen dan *good corporate governance*. Adanya peran moderasi suku bunga dan nilai tukar pada interaksinya dengan variabel kebijakan dividen mampu meningkatkan nilai perusahaan dimana sesuai dengan hipotesis penelitian ini. Hal ini mendukung teori dividen relevan yang dikemukakan oleh Walter (1956) dan Gordon (1956) dimana kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan. Teori yang sejalan dengan pendapat ini adalah *clientele effect theory* dan *bird in the hand theory* (Suffah &

Riduwan 2016) dimana teori ini berpendapat bahwa dividen mampu menarik investor yang tertarik dengan dividen. Selain itu, teori ini juga menyatakan bahwa investor cenderung menyukai return yang nyata berupa dividen. Pada saat terjadi peningkatan nilai tukar rupiah, maka terjadi peningkatan dividen yang diterima oleh investor (Ingrit et al. (2018). Kondisi ini menggambarkan nilai tukar dapat memoderasi nilai perusahaan melalui kebijakan dividen.

Peran moderasi suku bunga dan nilai tukar dapat melemahkan maupun meningkatkan nilai perusahaan saat berinteraksi dengan tata kelola perusahaan. Moderasi suku bunga mampu melemahkan nilai perusahaan saat berinteraksi dengan komite audit, sedangkan moderasi nilai tukar mampu meningkatkan nilai perusahaan saat berinteraksi dengan ukuran dewan dan komite audit. Sesuai penelitian Pasaribu et al. (2019) bahwa faktor eksternal yang terjadi diluar kendali perusahaan sangat membutuhkan tata kelola perusahaan yang baik. Pada saat manajemen mampu mengambil keputusan yang tepat saat terjadi fluktuasi suku bunga dan nilai tukar maka secara tidak langsung perusahaan tetap dapat menjaga kinerja dan nilai perusahaannya. Peran moderasi suku bunga dan nilai tukar tidak dapat dilihat pada variabel lainnya seperti struktur modal, kepemilikan, *free cash flow* dan profitabilitas. Hal ini menunjukkan bahwa perubahan suku bunga dan nilai tukar tidak mempengaruhi nilai perusahaan melalui interaksinya dengan variabel tersebut. Indikator makroekonomi baik suku bunga maupun nilai tukar terbukti mampu memoderasi nilai perusahaan pada variabel kebijakan dividen dan *good corporate governance*. Moderasi suku bunga dapat memperkuat atau memperlemah nilai perusahaan sehingga perusahaan harus bijak dalam mengambil keputusan ketika terjadi fluktuasi suku bunga. Peran suku bunga dalam memoderasi determinan nilai perusahaan menunjukkan perusahaan sebaiknya mencari pinjaman alternatif dengan suku bunga rendah sehingga dapat mengurangi beban keuangan. Perusahaan juga perlu aktif memantau keputusan pemerintah terkait kebijakan penetapan suku bunga.

Moderasi nilai tukar mampu memperkuat nilai perusahaan IDXHIDIV20. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan harus berhati-hati ketika terjadi penurunan nilai tukar rupiah yang dapat berdampak pada kondisi keuangan perusahaan. Peran nilai tukar dalam memoderasi penentuan nilai perusahaan di IDXHIDIV20 mendorong perusahaan untuk melakukan cash management dan trading. Manajemen perlu memahami proses penawaran dan negosiasi perjanjian kerjasama yang dapat menguntungkan perusahaan jika terjadi penurunan nilai tukar. Pemerintah diharapkan dapat mendukung pengusaha dan investor dalam meningkatkan nilai perusahaan dengan menjaga stabilitas suku bunga dan nilai tukar rupiah. Kenaikan suku bunga dapat meningkatkan kepercayaan investor untuk menempatkan modalnya pada suatu perusahaan dengan harapan *return* yang baik, sedangkan kenaikan suku bunga dapat menambah beban perusahaan karena biaya operasional yang meningkat. Nilai tukar rupiah sebagai salah satu indikator kondisi ekonomi suatu negara juga perlu dijaga kestabilannya agar peluang perusahaan untuk melakukan ekspor dan impor lebih besar. Oleh karena itu, pemerintah perlu memperhatikan suku bunga dan nilai tukar Rupiah melalui kebijakan yang dapat menguntungkan berbagai pihak.

## **5. Kesimpulan, Implikasi dan Keterbatasan**

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa indikator makroekonomi terbukti memoderasi determinan nilai perusahaan pada variabel kebijakan dividen dan *good corporate governance*. Peran moderasi suku bunga dan nilai tukar tidak terlihat pada determinan lain seperti struktur modal, kepemilikan, *free cash flow* dan profitabilitas. Suku bunga terbukti memperkuat nilai perusahaan ketika berinteraksi dengan kebijakan dividen, sehingga saat terjadi peningkatan suku bunga maka nilai perusahaan juga meningkat. Suku bunga dapat menurunkan nilai perusahaan ketika berinteraksi dengan tata kelola perusahaan. Apabila terjadi peningkatan suku bunga maka nilai perusahaan akan menurun. Nilai tukar terbukti memperkuat nilai perusahaan ketika berinteraksi dengan kebijakan dividen dan tata kelola perusahaan. Hal ini menggambarkan peningkatan suku bunga dalam meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian ini juga membuktikan bahwa pada perusahaan yang rutin membagikan dividen tinggi mendukung teori dividen relevan dimana terdapat pengaruh kebijakan dividen atas nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini dapat melengkapi hasil penelitian sebelumnya serta memberikan pengetahuan baru terkait peran moderasi indikator makroekonomi. Hasil penelitian ini dapat dijadikan dasar bagi perusahaan yang membagikan dividen tinggi agar memperhatikan tingkat kebijakan dividen, kepemilikan serta tata kelola perusahaan untuk menjaga nilai perusahaan. Peran moderasi suku bunga dan nilai tukar memberikan gambaran bagi perusahaan agar tetap memperhatikan faktor eksternal demi meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian ini juga mampu memberikan informasi bagi para investor yang memiliki ketertarikan terhadap dividen bahwa nilai perusahaan tergantung pada tingkat pembayaran dividen sehingga dapat menjadi pertimbangan dalam berinvestasi. Selain itu, pemerintah perlu menjaga stabilitas suku bunga dan nilai tukar untuk mendukung pengusaha maupun investor.

Keterbatasan dalam penelitian disebabkan oleh sampel yang hanya perusahaan dengan dividen tinggi yang terdaftar di IDXHIDIV20 sehingga hasilnya menunjukkan bahwa peran moderasi indikator makroekonomi dapat terlihat pada kebijakan dividen. Untuk penelitian selanjutnya, peneliti dapat menambahkan sampel perusahaan dengan kebijakan dividen yang berbeda (tidak rutin membagikan dividen maupun tidak membagikan dividen) serta memperpanjang periode penelitian. Selain itu, penelitian selanjutnya juga dapat memanfaatkan data primer seperti wawancara dengan pihak manajemen dan pengguna.

## **Daftar Pustaka**

- Al Sa'eed, M. A. (2018). The impact of ownership structure and dividends on firm's performance: Evidence from manufacturing companies listed on the Amman Stock Exchange. *Australian Accounting Business and Finance Journal (AABFJ)*. 12(3),107–126. <http://dx.doi.org/10.14453/aabfj.v12i3.7>
- Alfianita & Santosa, P. W. (2022). The effect of dividend policy, capital structure, profitability, and growth on firm value. *Journal Accounting, Management and*

- Economics Research (JAMER)*. 1(1), 1–16 DOI: <https://doi.org/10.33476/jamer.v1i1.3>
- Alias, N., Rahim, R. A., Nor, F. M., & Yaacob, M.H. (2013). Board structure, free cash flow and dividend per share: Is there interaction effect? *Proceedings of 23rd International Business Research Conference*.
- Almari, M. O. S., Weshah, S. R. S., Saleh, M. M. A., Aldboush, H. H. H., & Ali, B. J. A. (2021). Earnings management, ownership structure and the firm value: an empirical analysis. *Journal of Management Information and Decision Sciences*, 24(7):1–14
- Amelia, D. S., Sasongko, H., & Ilmiyono, A. F. (2021). Pengaruh corporate social responsibility dan good corporate governance terhadap nilai perusahaan pada perusahaan agriculture yang terdaftar di BEI Periode 2014-2018. *Jurnal Online Mahasiswa Bidang Akuntansi*, 7(1)
- Andrianto, Fatihudin, D., & Firmansyah, M. A. (2019). *Manajemen Bank*. Pasuruan: CV. Penerbit Qiara Media.
- Anwer, Z., Mohamad, S., Paltrinieric, A., & Hassand, M. K. (2020). Dividend payout policy of Shariah compliant firms: Evidence from United States. *Pacific-Basin Finance Journal*, 69(C) <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101422>
- Ayuba, H., Bambale, A. J., Ibrahim, M. A., & Sulaiman, S. A. (2019). Effects of financial performance, capital structure and firm size on firms' value of insurance companies in Nigeria. *Journal of Finance, Accounting and Management*, 10(1):57–74
- Baker, M., & Wurgler, J. (2016). Dividends as reference points: A behavioral signaling approach. *Review of Financial Studies*, 29, 697–738
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2008). *Essential Of Investments 7th Edition*. New York: The McGraw-Hill.
- Bose, S., Shams, S., Ali, M. J., & Mihret, D. (2021). COVID-19 impact, sustainability performance and firm value: international evidence. *Accounting and Finance Association of Australia and New Zealand*, 61(2): 1–47 <https://doi.org/10.1111/acfi.12801>
- Bursa Efek Indonesia. (2022, september 12). Profil perusahaan tercatat. Retrieved from [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id): <https://www.idx.co.id/perusahaan-tercatat/profil-perusahaan-tercatat/>
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A Simple approximation of Tobin's Q. *Financial management*, 23(3): 70–74. <https://doi.org/10.2307/3665623>
- Dang, H. N., Vu, V. T., Ngo, X. T., & Hoang, H. T. (2019). Study the impact of growth, firm size, capital structure, and profitability on enterprise value: evidence of enterprises in Vietnam. *The Journal of Corporate Accounting & Finance*, 146–162.

- Danila, N., Noreen, U., Azizan, N. A., Farid, M., & Ahmed, Z. (2020). Growth opportunities, capital structure and dividend policy in emerging market: Indonesia case study. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(10), 1–8.
- Dewi, A. A. M. S., & Abundanti, N. (2020). Effect of profitability on firm value with dividend policy as a mediation variables in manufacturing companies. *American Journal of Humanities and Social Sciences Research (AJHSSR)*, 4(11), 330–335.
- Dwianika, A. (2018). Mekanisme good corporate governance, interest rates, dan exchange rates terhadap indeks harga saham gabungan pada emiten sektor manufaktur. *Widyakala*, 5(2), 123-136. DOI: <https://doi.org/10.36262/widyakala.v5i2.109>
- Ekawarna, & Muslim, F. (2008). *Pengantar Ekonomi Makro*. Gaung Persada Press.
- Erdian, R., Siregar, H., & Indrawan, R. D. (2022). Pengaruh manajemen modal kerja terhadap profitabilitas perusahaan ritel indonesia: peran moderasi makroekonomi. *Jurnal Aplikasi Manajemen dan Bisnis*, 8(2), 620-629. DOI: <https://doi.org/10.17358/jabm.8.2.620>
- Fauzia, E., & Djashan, I. A. (2019). Pengaruh good corporate governance dan karakteristik perusahaan terhadap nilai perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 21(1a-1), 109-120. DOI: <https://doi.org/10.34208/jba.v21i1a-1.713>
- Gordon, W.J.J. (1956). Operational approach to creativity. *Harvard Business Review*, 34(6), 41–51.
- Giriati. (2016). Free cash flow, dividend policy, investment opportunity set, opportunistic behavior and firms value. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 219, 248– 254. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.05.013>
- Guney, E., Soner, H. M., & Rochet, J. C. (2014). Optimal dividend policy with random interest rates. *Journal of Mathematical Economics*, 51, 93–101.
- Hastori, Siregar, H., Sembel, R., & Maulana, T. N. A. (2015). Agency costs, corporate governance and ownership concentration: the case of agro-industrial companies in Indonesia. *Journal Asian Social Science*, 11(8), 311–319. DOI:10.5539/ass.v11n18p311
- Hendayana, Y., & Riyanti, N. (2019). Pengaruh inflasi, suku bunga, likuiditas, dan leverage terhadap nilai perusahaan (Studi empiris : perusahaan perkebunan yang terdaftar di BEI periode 2012-2017). *Kinerja Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 2(1), 36–48. DOI: <https://doi.org/10.34005/kinerja.v2i02.795>
- Hendramiko, Achsani, N. A., & Sasongko, H. (2020). Pengaruh faktor makroekonomi dan faktor makroekonomi terhadap gross operating profit (studi kasus: PT Perkebunan Nusantara V). *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia*, 11(1), 86–105. DOI: <https://doi.org/10.21009/JRMSI.011.1.05>

- Hubbard, R. G., & O'brien, T. (2012). *Money, Banking, and the Financial System*. United State of Amerika: *Pearson Education Inc.*
- Ingrit, I., Siregar, H., & Syarifuddin, F. (2018). Factors influencing dividend policy on mining companies listed in Indonesia Stock Exchange 2011-2015. *Bisnis dan Birokrasi: Jurnal Ilmu Administrasi dan Organisasi*, 24(2), 91–99. DOI: 10.20476/jbb.v24i2.9494
- Investing. (2022, September 12). Quote, saham dan berita keuangan. Retrieved from id.investing.com: <https://id.investing.com>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency cost and ownership structure. *Journal Financial Economics*, 3, 305–360.
- Keuangan, O. J. (2019, Juli 31). Buku 2 Perbankan : Seri Literasi Keuangan Perguruan Tinggi. Retrieved from [www.sikapiuangmu.ojk.go.id](http://www.sikapiuangmu.ojk.go.id): <https://sikapiuangmu.ojk.go.id/FrontEnd/LiterasiPerguruanTinggi/assets/pdf/Buku%202%20-%20Perbankan.pdf>
- Kristanto, A. (2018). Analisis rasio keuangan perbankan terhadap kinerja keuangan dengan suku bunga sebagai moderasi. *Jurnal Muara Ilmu Ekonomi dan Bisnis*, 2(2), 405–415. DOI: <https://doi.org/10.24912/jmie.v2i2.1580>
- Kurniadi, A., Achسانی, N. A., & Sasongko, H. (2014). Kinerja keuangan berbasis penciptaan nilai, faktor makroekonomi, dan return saham sektor pertanian. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 16(2), 141–152. DOI: 10.9744/jak.15.2.63-74
- Kustodian Sentral Efek Indonesia. (2022, September 12). Statistik pasar modal indonesia. Retrieved from [www.ksei.co.id](http://www.ksei.co.id): [https://www.ksei.co.id/files/statistik\\_publik\\_-\\_juni\\_2022\\_v5.pdf](https://www.ksei.co.id/files/statistik_publik_-_juni_2022_v5.pdf).
- Lind, D. A., Marchal, W. G., & Wathen, S. A. (2018). *Statistical Techniques in Business and Economics*. Ed ke-17. McGraw-Hill
- Mai, M. U. (2019). Determinants of capital structure in sharia criteria manufacturing firms on the Indonesia Stock Exchange. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 23(3), 418–429. DOI: <https://doi.org/10.26905/jkdp.v23i3.1860>
- Mangesti, R. S., Suhadak, & Saifi, M. (2019). The reciprocal relationship between profitability and capital structure and its impacts on the corporate values of manufacturing companies in Indonesia. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 69(2), 236–251. <https://doi.org/https://doi.org/10.1108/IJPPM-05-2018-0196>
- Mantari, J. S., & Nuryasman. (2017). Moderation effect of exchange rate to signaling theory validity in Indonesia Stock Exchange. *Business and Management Studies*, 3(1), 80-89. DOI: <https://doi.org/10.11114/bms.v3i1.2259>

- Miller, M. H., & Modigliani F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433.
- Nazamuddin. (2020). *Memahami Makroekonomi Melalui Data dan Fakta*. Syiah Kuala University Press.
- Ningsih, M. M., & Waspada, I. (2017). Pengaruh suku bunga, struktur modal, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan: studi empiris pada perusahaan di Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 7(1), 97–110. DOI: <https://doi.org/10.17509/jrak.v7i1.16343>
- Oyedokun, G. E., Isah, S., & Awotomilusi, N. S. (2020). Ownership structure and firm value of quoted consumers goods firms in Nigeria. *Journal of Accounting and Strategic Finance*, 3(2), 214–228. DOI: 10.33005/jasf.v3i2.65
- Pasaribu, U. R., Nuryartono, N., & Andati, T. (2019). Pengaruh faktor internal dan eksternal perusahaan terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Aplikasi Manajemen dan Bisnis*, 5(3), 441-454. <http://dx.doi.org/10.17358/jabm.5.3.441>
- Sadiq, M., Yousaf, S. U., Anse, M. K., Khan, H. U. R., Sriyanto, S., Zaman, K., Tu, D.V., & Anis, S. N. M. (2020). The role of debt financing in the relationship between capital structure, firm's value, and macroeconomic factors: To throw caution to the wind. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 87 (4). . <https://doi.org/10.1016/j.qref.2020.11.001>
- Sari, A. A. P. A. M. P., Rasmini, N. K., & Budiasih, A. G. A. N. (2018). Pengaruh board size pada nilai perusahaan dengan manajemen laba sebagai variabel intervening. *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana*, 7(10), 2217–2246. DOI: <https://doi.org/10.24843/EEB.2018.v07.i10.p01>
- Sartika, U. D., Siddik, S., & Choiriyah. (2019). Pengaruh inflasi, suku bunga, nilai tukar, dan produk domestik bruto terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 9(2), 75–89. DOI: <https://doi.org/10.32502/jimn.v8i2.1821>
- Sasongko, H., & Hamzah. (2022). Determinants and alternative strategies in improving the financial performance of sharia commercial banks in Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Agribisnis*, 19(2), 307–318. DOI: <http://dx.doi.org/10.17358/jma.19.2.307>
- Setiawanta, Y., Utomo, D., Ghazali I., & Jumanto, J. (2020). Financial Performance, Exchange Rate, and Firm Value: The Indonesian Public Companies Case. *Organizations and Markets in Emerging Economies*, 11(2), 348–366. <https://doi.org/10.15388/omee.2020.11.37>
- Shatnawi, S. A., Eldaia, M., & Adaa, A. (2021). The relationship between size, independence, and meetings in the board of directories on market-based performance (Tobin's Q) as a measure of performance evidence from Amman Stock Exchange. *International Journal of Multidisciplinary Sciences and Advanced Technology*, 2(5), 41–53.

- Singh, S., & Kaur, R. (2020). *Basic Financial Management*. India: Mayur Paperback Noida.
- Singh, S., Tabassum, N., Darwish, T. K., & Batsakis, G. (2017). Corporate governance and Tobin's Q as a measure of organizational performance. *British Journal of Management*, 29(1), 171–190. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12237>
- Staking, K. B., & Babbel, D. F. (1995). The relationship between capital structure, interest rate sensitivity, and market value in the property-liability insurance industry. *The Journal of Risk and Insurance*, 62(4), 690–718.
- Sualehkhattak, M., & Hussain, C. H. M. (2017). Do growth opportunities influence the relationship of capital structure, dividend policy and ownership structure with firm value: empirical evidence of KSE. *Journal of Accounting and Marketing*, 6(1), 1–11. DOI: 10.4172/2168-9601.1000216
- Suartawan, I. G. N. P. A., & Yasa, G. W. (2016). Pengaruh investment opportunity set dan free cash flow pada kebijakan dividen dan nilai perusahaan. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis*, 11(2), 63-74. DOI: <https://doi.org/10.24843/JIAB.2016.v11.i02.p01>
- Suffah, R., & Riduwan, A. (2016). Pengaruh profitabilitas, leverage, ukuran perusahaan dan kebijakan dividen pada nilai perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 5(2), 1–17.
- Walter, J.E. (1956) Dividend policies and common stock prices. *The Journal of Finance*, 11, 29–41. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1956.tb00684.x>
- Wijaya, D. N., Mustaruddin, & Giriati. (2021). Pengaruh suku bunga, nilai tukar, pertumbuhan ekonomi, kinerja keuangan, keputusan pendanaan, dan keputusan investasi terhadap nilai perusahaan. *Equator Journal of Management and Entrepreneurship*, 9(1), 1–19. DOI: <http://dx.doi.org/10.26418/ejme.v9i1.45929>