

***DIVIDEND POLICY, CORPORATE GOVERNANCE DAN
CHARITY ACTION: SEBAGAI VARIABEL PREDIKTIF NILAI
PERUSAHAAN PADA JAKARTA ISLAMIC INDEX***

Tesis

Untuk memenuhi sebagian persyaratan

Mencapai derajat Sarjana S2

Program Magister Manajemen



Diajukan Oleh :

Slamet Sulistiono

MM. 20402000086


**PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN
UNIVERSITAS ISLAM SULTAN AGUNG
SEMARANG**

2022

HALAMAN PENGESAHAN


**DIVIDEND POLICY, CORPORATE GOVERNANCE DAN
CHARITY ACTION: SEBAGAI VARIABEL PREDIKTIF
NILAI PERUSAHAAN PADA JAKARTA ISLAMIC INDEX**

Disusun Oleh:


Slamet Sulistiono
NIM. 20402000036


Telah disetujui oleh pembimbing dan selanjutnya
dapat diajukan ke hadapan sidang panitia ujian tesis
Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi
Universitas Islam Sultan Agung Semarang

Semarang, 18 Agustus 2022
Pembimbing,


Drs. Widiyanto, M.Si., Ph.D
NIK. 210489018

**DIVIDEND POLICY, CORPORATE GOVERNANCE DAN
CHARITY ACTION: SEBAGAI VARIABEL PREDIKTIF
NILAI PERUSAHAAN PADA JAKARTA ISLAMIC INDEX**

Disusun Oleh:

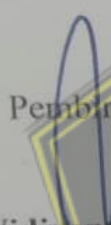

Slamet Sulistiono
NIM. 20402000086

Telah dipertahankan di depan penguji

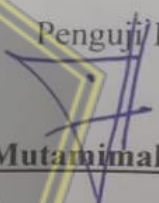
pada tanggal 25 Agustus 2022

Susunan Dewan Penguji

Pembimbing


Drs. Widiyanto, M.Si, Ph.D
NIK. 210489018

Penguji I


Dr. Mutamimah, SE, M.Si
NIK.

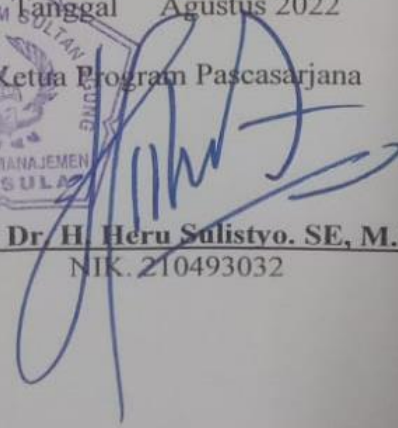
Penguji II


Dr. Sri Hartono, SE, M.Si
NIK.

Tesis ini telah diterima sebagai salah satu persyaratan
Untuk memperoleh gelar Magister Manajemen

Tanggal Agustus 2022

Ketua Program Pascasarjana


Prof. Dr. H. Heru Sulistyono, SE, M.Si
NIK. 210493032

PERNYATAAN KEASLIAN TESIS

Nama : Slamet Sulistiono
NIM : 20402000086
Program Studi : Magister Manajemen
Fakultas : Ekonomi
Universitas : Universitas Islam Sultan Agung

Menyatakan dengan sesungguhnya bahwa tesis yang berjudul “Dividend Policy, Corporate Governance dan Charity Action: Sebagai Variabel Prediktif Nilai Perusahaan Pada Jakarta Islamic Index” merupakan karya peneliti sendiri dan tidak ada unsur plagiarisme dengan cara yang tidak sesuai etika atau tradisi keilmuan. Peneliti siap menerima sanksi apabila di kemudian hari ditemukan pelanggaran etika akademik dalam laporan penelitian ini.

Pembimbing Semarang, 29 Agustus 2022
Yang menyatakan,

Drs. Widiyanto, M.Si, Ph.D
NIK. 210489018

Slamet Sulistiono
NIM. 20402000086

LEMBAR PERNYATAAN PUBLIKASI ILMIAH

Saya yang bertandatangan di bawah ini:

Nama : Slamet Sulistiono

NIM : 2040200086

Program Studi : Magister Manajemen

Fakultas : Fakultas Ekonomi

Dengan ini menyatakan karya ilmiah berupa Tesis dengan judul:

DIVIDEND POLICY, CORPORATE GOVERNANCE DAN CHARITY ACTION: SEBAGAI VARIABEL PREDIKTIF NILAI PERUSAHAAN PADA JAKARTA ISLAMIC INDEX

Dan menyetujuinya menjadi hak milik Universitas Islam Sultan Agung serta memberikan Hak Bebas Royalti Non-Eksklusif untuk disimpan, dialih-mediakan, dikelola dalam pangkalan data dan dipublikasikan di internet atau media lain untuk kepentingan akademis selama tetap mencantumkan penulis sebagai pemilik Hak Cipta.

Pernyataan ini saya buat dengan sungguh-sungguh. Apabila di kemudian hari terbukti ada pelanggaran hak cipta/plagiarism dalam karya ilmiah ini, maka segala bentuk tuntutan yang timbul akan saya tanggung secara pribadi tanpa melibatkan pihak Universitas Islam Sultan Agung.

Semarang 30 Agustus 2022

Yang menyatakan

Slamet Sulistiono

ABSTRACT

This study aims to analyze and provide empirical evidence of the effects of dividend policy, corporate governance, and charity action on the corporate value that are members of the Jakarta Islamic Index (JII) on the Indonesia Stock Exchange for the period 2017-2021. This research also examines the effect of corporate governance as a moderating variabel on dividend policy and charity action on corporate value. This study analyzes 20 companies from 30 JII member companies that meet the research sample criteria in a time series. Based on the results of data analysis, it is known that dividend policy, corporate governance and charity action each positively affects firm value. In addition, it is also known that corporate governance will strengthen the influence of dividend policy and charity action in increasing corporate value. The findings of the study strengthen empirical evidence that the Relevance Theory is proven to apply in Indonesia business environment. Public company management and shareholders can give maximum attention to the independent variabels in this study if they want to increase their corporate value. Meanwhile, potential investors in the stock exchange can also use the results of this study to predict the corporate value in the future.

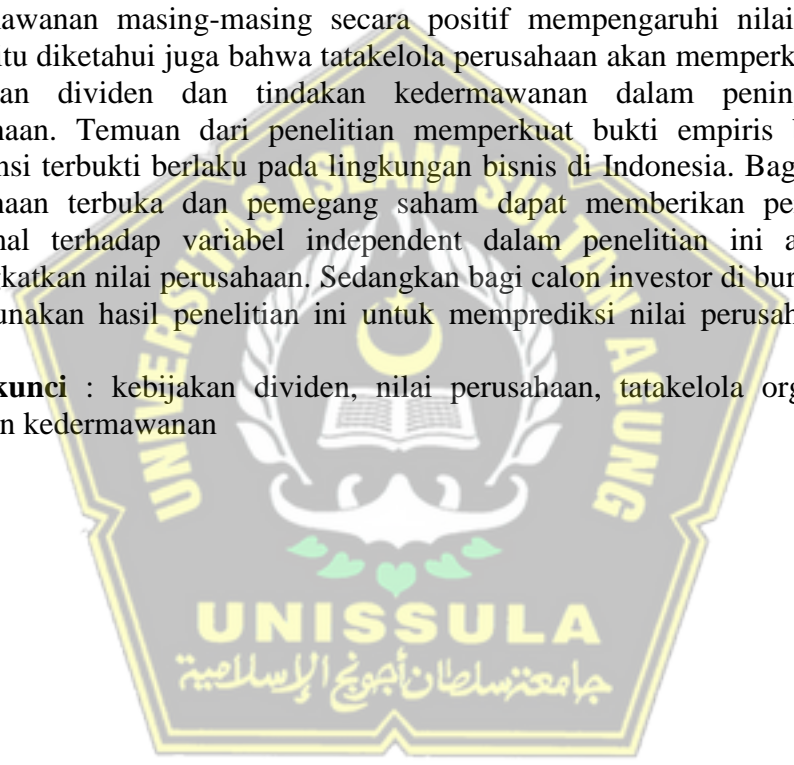
Keywords: charity action, corporate governance, corporate value and dividend policy



ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan memberikan bukti empiris pengaruh kebijakan dividen, tata kelola perusahaan dan tindakan kedermawanan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan terbuka yang menjadi anggota Jakarta Islamic Index (JII) pada Bursa Efek Indonesia periode 2017-2021. Dalam penelitian ini juga dikaji pengaruh tatakelola perusahaan sebagai variabel moderasi pada relasi antara kebijakan dividen dan tindakan kedermawanan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menganalisis 20 perusahaan dari 30 perusahaan anggota JII yang memenuhi kriteria sample penelitian secara *time-series*. Berdasarkan hasil analisis data diketahui bahwa kebijakan dividen, tatakelola perusahaan dan tindakan kedermawanan masing-masing secara positif mempengaruhi nilai perusahaan. Selain itu diketahui juga bahwa tatakelola perusahaan akan memperkuat pengaruh kebijakan dividen dan tindakan kedermawanan dalam peningkatan nilai perusahaan. Temuan dari penelitian memperkuat bukti empiris bahwa Teori Relevansi terbukti berlaku pada lingkungan bisnis di Indonesia. Bagi manajemen perusahaan terbuka dan pemegang saham dapat memberikan perhatian yang maksimal terhadap variabel independent dalam penelitian ini apabila ingin meningkatkan nilai perusahaan. Sedangkan bagi calon investor di bursa dapat juga menggunakan hasil penelitian ini untuk memprediksi nilai perusahaan di masa depan.

Kata kunci : kebijakan dividen, nilai perusahaan, tatakelola organisasi, dan tindakan kedermawanan



KATA PENGANTAR

Puji syukur ke hadirat Allah Subhanahu Wa Ta'ala, karena atas berkat rahmat-Nya penulis diberikan kemampuan untuk menyelesaikan penelitian tesis yang berjudul “Dividend Policy, Corporate Governance dan Charity Action: Sebagai Variabel Prediktif Nilai Perusahaan Pada Jakarta Islamic Index”. Dalam penyelesaian laporan tesis ini tidak lepas dari bimbingan, bantuan, dan arahan dari berbagai pihak yang mendukung, terutama Dosen Pembimbing dan keluarga penulis. Untuk itu, penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih kepada :

1. Bapak Drs. Widiyanto, M.Si, Ph.D selaku Dosen Pembimbing yang telah memberikan segenap waktu dan pemikiran untuk membantu, mengarahkan dan memberikan motivasi, serta nasehat yang sangat bermanfaat kepada penulis sehingga penelitian tesis ini dapat tersusun dengan baik.
2. Ibu Prof. Hj. Olivia Fachrunnisa, S.E., M.Si, Ph.D selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Sultan Agung Semarang.
3. Bapak Prof. Dr. H. Heru Sulistyono, SE, M.Si selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Islam Sultan Agung Semarang.
4. Ibu Suparmi, Bapak Tukiyo, Umami Elok, Mas Kautsar, Mbak Aisha dan Dek Rayya yang senantiasa memberikan doa dan dukungan.

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PENGESAHAN.....	ii
HALAMAN PERSETUJUAN.....	iii
PERNYATAAN KEASLIAN TESIS.....	iv
LEMBAR PERNYATAAN PUBLIKASI ILMIAH.....	v
ABSTRACT.....	vi
ABSTRAK.....	vii
KATA PENGANTAR.....	viii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR GAMBAR.....	xii
DAFTAR TABEL.....	xiii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiv
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang Penelitian.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	10
1.3 Tujuan Penelitian.....	11
1.4 Manfaat Penelitian.....	11
BAB II KAJIAN PUSTAKA.....	13
2.1 Nilai Perusahaan.....	13
2.2 Dividend Policy.....	14
2.2.1 Teori Ketidakrelevanan (<i>Irrelevant Theory</i>).....	15
2.2.2 Teori Relevansi (<i>Relevant Theory</i>).....	16
2.3 Corporate governance.....	22

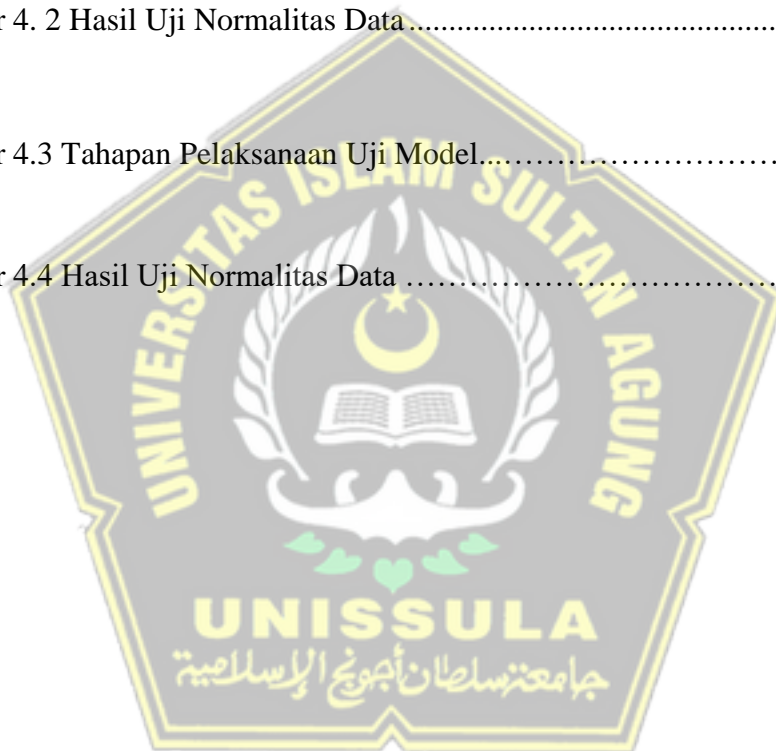
2.4	Charity Action	26
2.5	Model Empirik	29
BAB III METODE PENELITIAN.....		31
3.1	Jenis Penelitian	31
3.2	Variabel dan Indikator	31
3.3	Sumber data	32
3.4	Metode Pengumpulan Data	33
3.5	Populasi dan Sampel	33
3.6	Teknik Analisis.....	36
3.6.1	Model Regresi.....	38
3.6.2	Pengujian Hipotesis.....	39
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN.....		58
4.1	Deskripsi Variabel.....	58
4.2	Statistik Deskriptif.....	59
4.3	Hasil Penelitian.....	65
4.3.1	Pengujian Model Panel	65
4.3.2	Pengujian Asumsi Klasik.....	69
4.3.3	Analisis Regresi Data Panel.....	72
BAB V KESIMPULAN		8383
5.1	Kesimpulan.....	83
5.1.1	Masalah Penelitian	83
5.1.2	Simpulan Hipotesis	83
5.2	Implikasi Teoritis	85
5.3	Implikasi Manajerial.....	86
5.4	Keterbatasan Penelitian	87

5.5	Agenda Penelitian Mendatang.....	877
	DAFTAR PUSTAKA	899
	LAMPIRAN.....	93



DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. 1 Pergerakan Index JII.....	9
Gambar 2. 1 Model Penelitian	30
Gambar 4. 1 Grafik Per Sektor.....	64
Gambar 4. 2 Hasil Uji Normalitas Data.....	70
Gambar 4.3 Tahapan Pelaksanaan Uji Model.....	66
Gambar 4.4 Hasil Uji Normalitas Data	67



DAFTAR TABEL

Tabel 3. 1 Variabel dan Indikator Penelitian	31
Tabel 3. 2 Daftar Perusahaan Jakarta Islamic Index	34
Tabel 3. 3 Perusahaan Jakarta Islamic Index Periode 2017-2021	35
Tabel 4. 1 Sampel Penelitian.....	58
Tabel 4. 2 Statistik Deskriptif	59
Tabel 4.3 Parameter Kinerja Sampel Penelitian.....	65
Tabel 4. 3 Uji Chow	66
Tabel 4. 4 Uji Hausman	667
Tabel 4. 5 Uji Lagrange Multiplier	687
Tabel 4. 6 Ringkasan Hasil Uji Pemilihan Model Regresi Panel	688
Tabel 4. 7 Hasil Uji Heteroskedastisitas	719
Tabel 4. 8 Hasil Uji Autokorelasi	721
Tabel 4. 9 Hasil Uji Regresi Data Panel	732
Tabel 4. 10 Rangkuman Hasil Pengujian Hipotesis.....	777

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Perusahaan Jakarta Islamic Index Periode 2017-2021	944
Lampiran 2 Tabulasi Data Penelitian	955
Lampiran 3 Olah Data Eviews	987



BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Motivasi utama pendirian perusahaan adalah penciptaan nilai yang akan menguntungkan segenap *stakeholder*. Perusahaan yang baik adalah perusahaan yang senantiasa mengalami peningkatan nilai perusahaan, baik dari perspektif rasio keuangan maupun tingkat kemanfaatan bagi pemangku kepentingan. Bagi perusahaan yang sudah *go public* atau terdaftar di bursa saham, cerminan nilai perusahaan ditunjukkan oleh nilai saham di pasar. Nilai saham dari perusahaan yang terdaftar di bursa akan bergerak secara dinamis mengikuti kinerja fundamental bisnis perusahaan serta pergerakan persepsi pasar terhadap perusahaan tersebut.

Di Indonesia, keberadaan Bursa Efek Indonesia merupakan etalase dari seluruh perusahaan yang telah *go public*. Pada Desember 2021, Bursa Efek Indonesia mencatat terdapat 766 perusahaan terdaftar. Pencapaian ini mencatatkan pertumbuhan aktivitas IPO (*initial public offering*) yang paling aktif di kawasan Asia Tenggara dengan penambahan 54 perusahaan baru yang IPO di era pandemi tahun 2021. Jumlah investor di pasar modal juga telah mencapai sebanyak 7,47 juta orang yang diantaranya berupa peningkatan investor saham sebanyak 1,7 juta orang.

Hal yang menarik adalah bahwa kenaikan paling signifikan jumlah investor saham selama tahun 2021 adalah peningkatan investor ritel khususnya dari generasi Z dan milenial dengan usia di bawah 40 tahun sebesar 88% atau naik sebanyak 1,51

juta orang investor. Fenomena ini menunjukkan peningkatan antusiasme yang tinggi di kalangan investor ritel untuk masuk ke pasar modal di tengah kondisi perbankan yang sedang terkena imbas pandemi. Konsekuensi dari kondisi ini maka bagi para investor ritel dan korporasi sangat membutuhkan adanya *instrument* yang dapat digunakan untuk memprediksi nilai perusahaan di BEI tersebut.

Nilai perusahaan merupakan parameter penting bagi perusahaan maupun seluruh pemangku kepentingan karena mewakili eksistensi perusahaan masa kini sekaligus prospeknya di masa depan. Investor akan memperhatikan pergerakan nilai perusahaan yang tercatat di BEI sebagai bagian dari fungsi kontrol atas kepemilikan saham yang mereka miliki. Sedangkan bagi calon investor, mereka memiliki keingintahuan yang kuat terhadap prediksi nilai dari saham perusahaan yang akan dibeli sehingga diharapkan dapat memberikan nilai masa depan yang menguntungkan. Kondisi harga saham di bursa saham telah diyakini menjadi *proxy* dari nilai perusahaan. Harga saham yang tinggi mencerminkan nilai perusahaan tersebut yang tinggi.

Bagi manajemen dan pemegang saham, nilai perusahaan merupakan gambaran kondisi perusahaan yang mewakili kinerja keuangan perusahaan dan citra baik perusahaan dipandang oleh pasar. Setiap perusahaan *go-public* berkepentingan untuk menunjukkan nilai perusahaan yang baik agar memperoleh kemudahan dalam akses permodalan dari investor baru. Bagi manajemen perusahaan, nilai perusahaan juga menjadi wujud konkret keberhasilan manajemen dalam mengelola perusahaan. Untuk itu menjadi penting bagi investor, calon investor, manajemen

dan pemegang saham untuk meningkatkan nilai perusahaan serta memperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan.

Telah terdapat beberapa penelitian yang mengkaji tentang variabel-variabel yang mempengaruhi nilai perusahaan. Namun demikian faktor-faktor tersebut seringkali berupa rasio-rasio keuangan yang rumit maupun konstruk dari variabel yang sulit difahami. Kinerja keuangan, struktur modal, jenis kepemilikan dan faktor-faktor yang lain seringkali susah diterjemahkan dalam pengertian yang mudah dan praktis bagi investor dan calon investor karena cenderung terdiri dari banyak indikator yang multivariabel. Namun demikian, terdapat beberapa variabel yang praktis dan mudah digunakan oleh investor dan calon investor untuk mengukur nilai perusahaan diantaranya berupa kebijakan dividen, *corporate governance* dan *charity action*.

Penelitian mengenai kebijakan dividen telah menjadi obyek pembahasan yang bersifat kontroversi di kalangan para peneliti studi manajemen keuangan. Terdapat ratusan penelitian empirik dan konseptual selama beberapa dekade yang mengkaji hubungan antara kebijakan dividen terhadap nilai suatu korporasi/perusahaan. Sampai dengan tahun 2021, para peneliti dan ahli manajemen keuangan belum mencapai kesepakatan secara tegas atas pertanyaan apakah kebijakan pembagian dividen memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan atau tidak.

Riset terbaru oleh Budagaga, (2022) menyimpulkan bahwa terdapat fenomena yang unik terkait relasi antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Pada industri perbankan konvensional yang diteliti di 12 negara Timur

Tengah dan Afrika Utara menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan bank konvensional. Namun hal yang sebaliknya, untuk industri perbankan syariah di wilayah yang sama justru menunjukkan adanya pengaruh yang positif secara signifikan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan perbankan syariah.

Secara umum, para peneliti terbagi dalam dua kelompok ketika membahas kebijakan dividen dan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Di satu sisi, terdapat beberapa peneliti yang meyakini bahwa tidak ada hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan. Hal ini yang menjadi inti dari Teori *Irrelevant*. Pandangan ini diperkuat dengan sejumlah penelitian empiris yang menyatakan temuan kesimpulan tersebut. Sedangkan di sisi lainnya, para ahli keuangan juga mengklaim bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini juga telah melahirkan sejumlah teori dan konsep dalam studi manajemen keuangan antara lain: *Bird in Hand Theory*, *Signaling Theory*, *Agency Theory* dan *Tax Related Theory*. Pada kubu ini, terdapat perbedaan tentang apakah pengaruh tersebut bersifat positif ataupun negatif.

Diawali pada tahun 1961, dua peraih Nobel yakni Merton Miller dan Franco Modigliani mengajukan sebuah teori yang lebih dari 50 tahun kemudian tetap bertahan menjadi salah satu teori yang paling dihormati dalam diskusi literatur keuangan (Baker & Powell, 2000). Mereka berargumen bahwa dalam keadaan ideal berupa pasar modal yang sempurna, dimana perilaku para investor secara konsisten menjadi sangat rasional serta adanya kepastian masa depan yang sempurna; maka pembayaran dividen tidak memiliki pengaruh sama sekali terhadap nilai perusahaan

(Budagaga, 2017). Artinya bahwa dalam kondisi pasar yang sepenuhnya ideal, diyakini bahwa kebijakan dividen tidak memiliki korelasi terhadap nilai suatu perusahaan. Teori ini didukung oleh banyak penelitian di Amerika dan Eropa yang menyimpulkan konklusi yang sama.

Sedangkan di sisi lain bagi para ahli yang menyatakan adanya hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan maka telah terdapat sejumlah kajian empiris yang melahirkan beberapa teori yang menyebutkan adanya relevansi. (Gordon, 1963) dalam teori *Bird in Hand* menggunakan logika bahwa pertimbangan ketidakpastian dalam lingkungan bisnis telah menjadikan para investor selalu lebih suka mendapatkan dividen saat ini daripada menunggu *capital gain* di masa depan yang jauh lebih berisiko daripada dividen saat ini. Dari perspektif yang lain, beberapa alasan logis tentang hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan telah melahirkan beberapa teori yang mendukung relevansi terhadap kedua faktor tersebut. Terdapat banyak peneliti yang telah melakukan kajian empiris dengan kesimpulan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara positif maupun negatif.

Penelitian Frankfurter & Wood, (2002) menyatakan bahwa perilaku dividen merupakan hasil dari “fenomena budaya”. Kebijakan dividen di pasar modal yang terdapat di negara-negara maju ternyata memiliki karakteristik yang berbeda dengan pasar modal di negara-negara berkembang. Fenomena yang berbeda tersebut dilatarbelakangi oleh tingkat kesempurnaan pasar, keberadaan lembaga hukum dan perlindungan investor serta kualitas tata kelola perusahaan. Untuk konteks Indonesia, kebijakan dividen diperkirakan akan memberikan pengaruh

positif terhadap nilai perusahaan. Ketidaktepatan pasar dan kualitas tatakelola perusahaan di Indonesia akan coba diukur dalam relasi kedua variabel tersebut dengan menjadikan *corporate governance* sebagai variabel moderasi. Dengan demikian, hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan di Indonesia dimungkinkan untuk dimoderasi oleh variabel *corporate governance* untuk memperkuat pengaruhnya terhadap nilai perusahaan.

Pada pengelolaan perusahaan di mayoritas negara berkembang sering terjadi *asymmetric information* antara manajemen dengan pemegang saham. Untuk itu diperlukan adanya perlindungan bagi pemegang saham berupa pelaksanaan *corporate governance* yang baik. Menurut Elmagthi et al., (2017), *corporate governance* mampu menjadi mekanisme yang memastikan bahwa seluruh kepentingan *stakeholder* berjalan dengan baik secara adil. Pelaksanaan tata kelola perusahaan yang memenuhi kaidah keterbukaan, pertanggungjawaban, keadilan oleh manajemen dalam menjalankan perusahaan akan menjadikan setiap pihak mendapatkan haknya sekaligus memenuhi kewajiban yang seharusnya dilaksanakan. Untuk itu menjadi sangat penting bagi perusahaan yang ingin bertahan dan memiliki eksistensi di masa depan untuk senantiasa melaksanakan *corporate governance* di perusahaan secara baik.

Di sisi lain, terdapat penelitian dari Ben Fatma & Chouaibi, (2021) terhadap 12 negara di Eropa yang menyebutkan bahwa *corporate governance* memiliki hubungan yang positif terhadap nilai perusahaan dari 111 perusahaan yang terdaftar di bursa saham. Secara langsung variabel *corporate governance* menunjukkan adanya prinsip-prinsip keterbukaan dan profesionalitas perusahaan yang

berpengaruh signifikan secara positif terhadap persepsi pasar untuk nilai perusahaan. Dengan demikian, dapat diindikasikan juga bahwa secara empiris *corporate governance* selain sebagai variabel moderasi dalam relasi kebijakan dividen dengan nilai perusahaan; namun *corporate governance* juga dapat secara langsung meningkatkan nilai perusahaan.

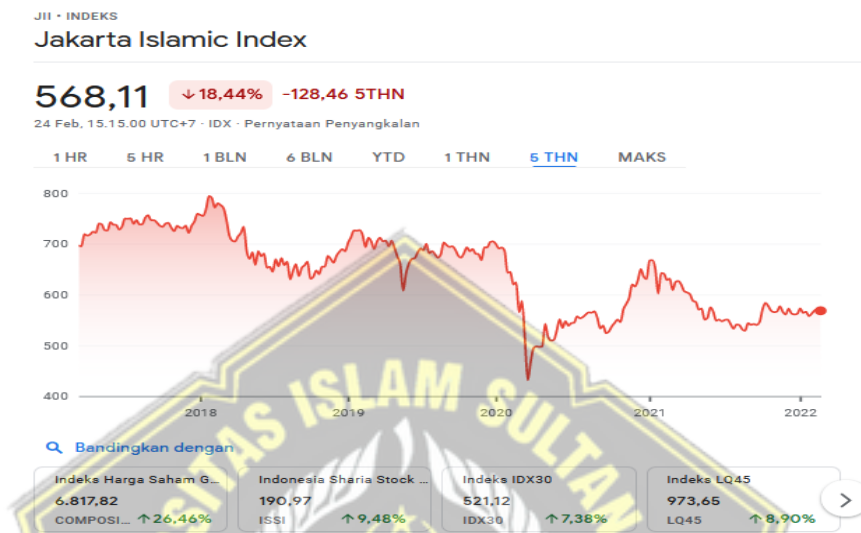
Menjadi penting untuk dikaji secara mendalam terhadap variabel-variabel tersebut karena setiap calon investor di bursa senantiasa berharap mendapatkan kenaikan nilai perusahaan di masa depan dengan kemungkinan menjadikan kebijakan dividen sebagai variabel prediktif. Perlu juga dilakukan penelitian terhadap *corporate governance* apakah memiliki peran moderasi untuk memperkuat pengaruh kebijakan dividen dengan nilai perusahaan atau justru terbukti *corporate governance* memiliki pengaruh secara langsung terhadap nilai perusahaan.

Selain adanya kontroversi akademis tersebut, terdapat fenomena tentang tindakan kedermawanan atau *charity action* yang semakin banyak dilakukan dan dieskpose oleh mayoritas perusahaan yang terdaftar di bursa saham. Fenomena tindakan kedermawanan ini masih diperdebatkan apakah merupakan murni berasal dari niat tulus kedermawanan untuk lingkungan sosial atau sesungguhnya merupakan bagian dari strategi bisnis perusahaan untuk menunjukkan sinyal positif perusahaan kepada pasar. Jika tindakan kedermawanan yang dilakukan perusahaan menjadi suatu model bisnis pelayanan maka perlu dilakukan kajian apakah investor juga dapat menjadikan parameter tindakan kedermawanan sebagai variabel prediktif dalam menilai perusahaan di bursa.

Penelitian Kim & Kim, (2021) menunjukkan bahwa terdapat interaksi yang positif antara aktivitas *corporate social responsibility* (CSR) terhadap nilai perusahaan yang terdaftar di bursa saham Korea. Perusahaan yang secara konsisten melaksanakan aktivitas *corporate social responsibility* dipersepsikan memiliki kepedulian dan perhatian terhadap lingkungan sosial serta diyakini memiliki kinerja keuangan yang baik. Nilai perusahaan yang diwakili oleh nilai saham di bursa mencerminkan adanya pengaruh positif dari aktivitas CSR tersebut. Hal ini yang menjadi dasar ilmiah untuk melakukan penelitian lebih lanjut terhadap fenomena bisnis empiris di Indonesia tentang apakah tindakan kedermawanan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan sehingga bisa dijadikan sebagai variabel prediktif.

Di Indonesia, sejak tahun 2000 telah ada Jakarta Islamic Index (JII) pada Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai Index saham islami terhadap beberapa perusahaan dengan kategori tertentu yang spesifik dan berbeda dengan Index saham konvensional di BEI. Selama ini, para calon investor mengalami keterbatasan referensi untuk memprediksi pergerakan harga saham di Jakarta Islamic Index. Dalam kenyataannya, pergerakan harga saham JII cenderung tidak selalu linear atau berpola sama dengan pergerakan saham pada Index-Index saham konvensional di BEI. Sebagaimana terlihat dari gambar di bawah ini bahwa selama periode 5 tahun terakhir Index JII menunjukkan adanya pergerakan angka yang dinamis serta adanya penurunan sebesar 18,44%, fenomena yang berbeda terjadi pada Index bursa konvensional yang setara yakni IDX30 yang justru menunjukkan adanya peningkatan sebesar 7,38%. Kondisi ini menunjukkan adanya fenomena yang

spesifik terkait Index JII yang mengharuskan calon investor memiliki panduan parameter tersendiri dalam memahami dan memprediksi pergerakan Index JII ke depan.



Gambar 1. 1 Pergerakan Index JII

Sebagai langkah konkret penyediaan instrument prediktif bagi Index JII ini maka diperlukan adanya suatu penelitian yang mengkaji secara spesifik korelasi antara kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di JII terhadap nilai perusahaan tersebut di bursa. Diperlukan adanya sejumlah parameter yang dapat digunakan oleh investor untuk memprediksi nilai perusahaan di *Jakarta Islamic Index* pada masa yang akan datang. Variabel tentang kebijakan dividen, *corporate governance* dan tindakan kedermawanan dapat dijadikan sebagai variabel-variabel prediktif yang terindikasi dapat digunakan berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu di negara lain.

Oleh karena itu, menjadi penting untuk melakukan kajian empiris terhadap fenomena di pasar modal *Jakarta Islamic Index* di Indonesia terkait hubungan

antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan. Termasuk juga perlunya kajian tentang pengaruh *corporate governance* dan tindakan kedermawanan yang belum diteliti secara spesifik sebagai variabel prediktif bursa saham islami pada *Jakarta Islamic Index* BEI.

1.2 Rumusan Masalah

Kebutuhan untuk mendapatkan variabel prediktif terhadap nilai perusahaan pada bursa saham islami di Indonesia serta adanya kontroversi dalam kajian keilmuan serta fenomena empiris yang berbeda antar negara tentang kebijakan dividen, *corporate governance*, dan tindakan kedermawanan terhadap nilai perusahaan maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah “Apakah kebijakan dividen, *corporate governance*, dan tindakan kedermawanan dapat digunakan sebagai variabel prediktif terhadap nilai perusahaan pada Jakarta Islamic Index di Indonesia?” Untuk itu maka pertanyaan penelitian (*questions research*) ini adalah sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan?
2. Apakah *corporate governance* dapat memperkuat pengaruh antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan?
3. Bagaimana pengaruh *corporate governance* terhadap nilai perusahaan?
4. Bagaimana pengaruh tindakan kedermawanan terhadap nilai perusahaan?
5. Apakah *corporate governance* dapat memperkuat pengaruh antara tindakan kedermawanan terhadap nilai perusahaan?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan utama dari penelitian ini adalah menyusun model peningkatan nilai perusahaan berbasis kebijakan dividen, *corporate governance* dan tindakan kedermawanan.

1.4 Manfaat Penelitian

1. Manfaat Akademik

- a. Menjadi kontribusi ilmiah terhadap kontroversi akademis tentang relasi antara kebijakan dividen, *corporate governance* dan tindakan kedermawanan terhadap nilai perusahaan khususnya untuk perusahaan yang terdaftar pada JII;
- b. Memberikan rujukan ilmiah secara empiris tentang *corporate governance* sebagai variabel moderator dalam memperkuat hubungan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan;
- c. Menjadi alternatif pemodelan penelitian di bidang manajemen keuangan yang menjadikan variabel tindakan kedermawanan sebagai bagian dari model bisnis islami masa depan.

2. Manfaat Praktis

- a. Memberikan manfaat bagi investor di bursa saham untuk memiliki variabel prediktif yang akurat dalam memilih dan menilai perusahaan emiten yang prospektif;

- b. Menjadi pedoman bagi para pengelola bisnis tentang strategi meningkatkan nilai perusahaan melalui beberapa variabel dalam penelitian ini;
- c. Sebagai dasar referensi rasional dan empiris bagi pengambil keputusan (*decision maker*) dalam perencanaan strategis maupun pengelolaan perusahaan.



BAB II

KAJIAN PUSTAKA

Kajian pustaka ini mendeskripsikan tentang variabel-variabel penelitian yang mencakup antara lain nilai korporasi, kebijakan dividen, *corporate governance*, dan tindakan kedermawanan. Terhadap masing-masing variabel tersebut akan diuraikan tentang definisi, konseptual, indikator, penelitian terdahulu serta hipotesis. Selanjutnya dari beberapa hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini akan membentuk model empirik penelitian.

2.1 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan menurut Gregory et al., (2014) dihitung berdasarkan nilai buku ekuitas dengan cara mengurangkan nilai buku total aset dan total kewajiban, sedangkan jika dinilai berdasarkan nilai pasar (*market value*) maka dapat dihitung dengan mengkalikan harga pasar saham perusahaan dan jumlah saham yang beredar. Dengan demikian, nilai perusahaan menurut pasar dapat dikatakan sebagai cerminan persepsi investor/pasar terhadap tingkat kesuksesan korporasi di masa depan. Nilai perusahaan dianggap sangat penting untuk mengukur sejauhmana masa depan suatu perusahaan.

Semakin tinggi nilai perusahaan maka akan semakin bagus persepsi pasar/masyarakat yang diartikan bahwa perusahaan berhasil dalam menjalankan organisasinya. Sebaliknya untuk nilai perusahaan yang rendah maka dapat dinilai bahwa persepsi pasar terhadap keberhasilan masa depan organisasi tersebut juga

rendah. Setiap periode waktu tertentu, perusahaan yang telah *go-public* akan mendeklarasikan laporan keuangan sebagai sebuah parameter yang bisa dihitung oleh publik/pasar yang kemudian akan menjadi persepsi penilaian publik terhadap perusahaan tersebut. Keberadaan laporan keuangan perusahaan *go public* akan berperan sebagai jendela penilaian apakah perusahaan tersebut akan berhasil atau gagal menjalankan organisasinya di masa depan. Dalam laporan keuangan tersebut, dipastikan terdapat informasi-informasi penting dan material diantaranya berupa nilai dividen yang dibagikan sebagai indikator dari kebijakan dividen dan juga nominal angka penyaluran CSR dan ZIS sebagai indikator tindakan kedermawanan.

Didukung oleh penelitian terdahulu oleh Sari et al., (2017) yang mengatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Artinya bahwa semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka kinerja emiten atau perusahaan akan dianggap semakin baik dan pada akhirnya nilai perusahaan akan meningkat. Sedangkan menurut penelitian terdahulu oleh Baker et al., (2020) disebutkan bahwa *corporate governance* akan mempengaruhi nilai perusahaan. Dengan demikian, kedua variabel berupa *dividen policy* dan GCG memiliki pengaruh yang sama yakni dampak positif yang signifikan bagi nilai perusahaan.

2.2 Dividend Policy

Menurut Budagaga, (2020) kebijakan pembagian dividen bagi sejumlah perusahaan berlaku secara konsisten menurut teori *irrelevant* sebagaimana dicetuskan oleh Miller dan Modigliani pada tahun 1996. Dalam pembahasan

tentang kebijakan pembagian dividen terhadap nilai perusahaan telah menjadi perdebatan ilmiah yang mengarah kepada kontroversi antara konsep yang berhubungan dengan tidak adanya hubungan antar kedua variabel. Sedangkan menurut Rajverma et al., (2019) mengkonfirmasi hal yang sebaliknya yakni jika manajemen membagikan sedikit dividen maka nilai perusahaan juga akan semakin rendah. Logika di balik teori yang menyatakan adanya hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan secara umum didasari adanya kausalitas dari persepsi pemangku kepentingan terhadap nilai perusahaan yang disebabkan adanya manfaat yang diterima oleh para pemegang saham berupa keuntungan atas kepemilikan saham.

Perbedaan pandangan para ahli keuangan terhadap hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan telah dikaji lebih dari setengah abad melalui ratusan penelitian yang dilakukan di banyak negara. Masing-masing pihak telah menunjukkan bukti empiris yang kuat bahwa masing-masing pandangan tersebut memiliki dasar konseptual yang logis sekaligus bukti (*evidence*) yang meyakinkan. Namun demikian, sampai saat ini belum terdapat kesepakatan terkait hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan.

2.2.1 Teori Ketidakrelevanan (*Irrelevant Theory*)

Teori ini menyatakan bahwa kebijakan dividen suatu perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan. Modigliani dan Miller sebagai pencetus teori ini menyimpulkan bahwa nilai perusahaan saat ini tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Perusahaan yang membagikan dividen maupun yang tidak

membagikan dividen kepada para pemegang sahamnya, relatif tidak memberikan dampak apapun bagi nilai perusahaan (*corporate/firm value*). Pemegang saham dapat menerima kas dari perusahaan saat ini dalam bentuk pembayaran dividen atau menerimanya dalam bentuk *capital gain* karena kenaikan nilai saham perusahaan. Keuntungan yang diterima pemegang saham berupa *capital gain* sama sekali tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen perusahaan saat ini maupun di masa datang.

Menurut Budagaga, (2020) teori *irrelevant* dibangun dari pemahaman bahwa kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan baik pada harga saham maupun biaya modal bagi perusahaan. Keputusan manajemen untuk membayar dividen tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan, meskipun dividen tersebut dinikmati oleh para pemegang saham. Kebijakan dividen tidak diperhitungkan sebagai variabel yang mempengaruhi nilai perusahaan.

Berdasarkan penelitian Dennis & Smith, (2014) tindakan manajerial untuk menciptakan *artificial dividend* justru akan menurunkan nilai perusahaan karena hal tersebut akan mengubah dana dari semula berupa investasi menjadi konsumsi. Hanya jika terdapat kepercayaan penuh saja dari pemegang saham maupun calon investor terhadap manajemen perusahaan yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan dan bukan dari ada atau tidaknya pembagian dividen.

2.2.2 Teori Relevansi (*Relevant Theory*)

Meskipun Modigliani dan Miller menyatakan teori *irrelevant* namun peneliti tersebut menyebutkan bahwa *dividend policy* tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan hanya berlaku dalam kondisi dunia yang sempurna (*perfect world*).

Hanya saja dalam kenyataannya kesempurnaan kondisi tersebut jarang terjadi. Menurut Hauser & Thornton, (2017) yang mengutip pendapat Black yang berargumen bahwa sejak dividen dikenakan pajak yang besar maka kebijakan pembagian dividen justru dapat berdampak negative terhadap nilai perusahaan. Di sisi lain, kebijakan dividen juga merupakan wujud dari sinyal yang disampaikan oleh manajemen kepada investor dan pihak eksternal bahwa kinerja keuangan manajemen dalam keadaan baik sehingga seharusnya pasar mempersepsikan hal yang positif atas masa depan dari nilai saham. Dari perbedaan pandangan tentang hubungan positif atau negatif antara dividen dengan nilai perusahaan maka telah lahir sejumlah teori berikut:

2.2.2.1 *Bird in Hand Theory*

Logika teori ini berawal dari pertimbangan bahwa terdapat ketidakpastian dalam lingkungan bisnis, sehingga investor selalu lebih suka mendapatkan dividen saat ini (*a bird in the hand*) daripada *capital gain* di masa depan. Hal ini disebabkan karena *capital gain* berhubungan dengan masa depan yang jauh lebih berisiko daripada dividen yang bisa diterima saat ini. Oleh karena itu, investor akan bersedia memilih perusahaan yang melakukan pembayaran dividen dan sebagai hasilnya dapat meningkatkan nilai perusahaan (Gordon, 1963).

2.2.2.2 *Signaling Theory*

Teori ini didasarkan pada fakta adanya informasi asimetris antara investor dengan manajemen. Inti dari teori sinyal ini adalah bahwa manajemen perusahaan cenderung memiliki pengetahuan pribadi tentang situasi perusahaan mereka saat ini yang lebih lengkap dan tentang prospek di masa depan daripada informasi yang

dimiliki oleh investor/orang luar (informasi asimetris). Manajer perusahaan dapat menggunakan dividen sebagai alat untuk menyampaikan sinyal informasi yang berguna ke pasar keuangan tentang kinerja saat ini dan keuntungan masa depan serta prospek pertumbuhan perusahaan mereka (John & Williams, 1985). Penelitian ini mengungkapkan bahwa manajer dapat mengirimkan sinyal distribusi laba dari waktu ke waktu. Pendapat ini diperkuat dengan pernyataan bahwa pembayaran dividen dapat berfungsi sebagai sinyal kesehatan keuangan perusahaan, dengan peningkatan pembayaran dividen akan menunjukkan bahwa manajer mengharapkan bisnis mereka memiliki arus kas yang lebih tinggi di masa depan. Sebagai konsekuensinya, nilai yang lebih tinggi ditandai dengan dividen yang lebih tinggi juga.

2.2.2.3 Tax Preference Theory

Teori ini dikembangkan oleh Brennan, (1970), dengan kesimpulan bahwa investor yang menerima perlakuan pajak yang tepat mungkin lebih memilih saham yang baik meskipun dengan dividen rendah atau tanpa dividen sama sekali. Karena dividen dikenakan pajak secara seketika saat diterima dan pada tingkat prosentase pajak yang lebih tinggi daripada pajak atas *capital gain*, sehingga sebagai konsekuensinya pembayaran dividen yang tinggi akan meningkatkan pendapatan kena pajak pemegang saham. Untuk itu maka bagi investor tetap akan lebih memilih perusahaan yang mempertahankan laba daripada membagikan dividen. Black & Scholes, (1974) mengungkapkan bahwa investor menghitung *trade-off* antara

keuntungan pembayaran dividen yang tinggi dengan *capital gain* yang akan diterima.

Miller & Modigliani, (1961) menyatakan bahwa di bawah asumsi tertentu nilai pasar perusahaan tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Dilanjutkan oleh penelitian lain yang sejenis dan mendukung pandangan yang tidak relevan ini, maka dapat diketahui bahwa setiap penolakan teori yang tidak relevan harus didasarkan pada penolakan prinsip pasar rasional asimetris dan asumsi independensi informasi yang tidak relevan. Untuk menolak pandangan ini, diperlukan syarat sebagai berikut: (1) Investor tidak rasional; dan (2) harga saham bergantung pada peristiwa masa lalu dan prospek masa depan yang diharapkan. Penelitian ini menyatakan bahwa dividen tidak memberikan peran nilai ketika investor memiliki keyakinan homogen dan utilitas tambahan waktu serta pasar yang sepenuhnya efisien. Peneliti berasumsi bahwa pembayaran dividen hanya menurunkan nilai buku saat ini dan pendapatan masa depan, tetapi tidak mempengaruhi pendapatan saat ini sampai batas tertentu.

Sebaliknya, Gordon, (1963) menunjukkan bahwa investor lebih memilih pendapatan yang dibayarkan sebagai dividen daripada mengharapkan keuntungan modal (*capital gain*). Penelitian ini beralasan bahwa pembayaran dividen akan mempengaruhi saham perusahaan. Telah terdapat juga analisis tentang perubahan dividen dan dampaknya terhadap nilai saham biasa dan saham preferen serta obligasi. Penelitian ini menemukan bahwa terdapat sinyal di sekitar perubahan dividen yang akan menjadi faktor utama yang berpengaruh terhadap harga saham.

Temuan lain dalam penelitian ini menyatakan adanya korelasi yang kuat antara pembayaran dividen dengan volatilitas harga saham.

Penelitian terbaru oleh Budagaga, (2022) terhadap ratusan perusahaan di 12 negara Timur Tengah dan Afrika Utara untuk periode 1999-2018 menunjukkan fenomena yang unik. Bagi industri perbankan konvensional di wilayah tersebut terbukti bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara dividen dengan nilai perusahaan bank konvensional. Namun untuk industri perbankan syariah di wilayah dan kurun waktu yang sama, sebaliknya justru secara signifikan terdapat pengaruh positif antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan. Penelitian sebelumnya oleh Al-Ajmi & Hussain, (2011) meneliti hubungan antara kebijakan dividen dan perubahan harga saham di *British Stock Market*, dan mendapatkan bukti yang menunjukkan bahwa rasio pembayaran dividen dan perubahan harga saham memiliki korelasi negatif. Dari penelitian terdahulu oleh Profilet & Kyle, (2013) juga menyelidiki dampak dari faktor keuangan yang dipilih pada volatilitas harga saham secara keseluruhan, menggunakan model regresi. Mereka menentukan bahwa di antara faktor-faktor lain, pembayaran dividen memiliki dampak positif pada volatilitas harga saham. Terdapat beberapa penelitian di negara-negara berkembang di Asia dan Afrika yang menunjukkan adanya dua kubu dengan kesimpulan masing-masing mendukung Teori Relevansi dan Teori Irrelevansi antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan.

Sejumlah penelitian sebelumnya dilakukan oleh Rajverma et al., (2019) yang telah mengkonfirmasi kebenaran teori *signaling* yang menegaskan hubungan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Hauser & Thornton, (2017) juga

menemukan bahwa kebijakan dividen memiliki relasi yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan menggunakan rasio pasar terhadap nilai buku (M/B ratio) terlihat bahwa dividen yang dibayarkan oleh perusahaan akan mempengaruhi rasio nilai perusahaan tersebut.

Penelitian Karim & Ilyas, (2021) terhadap 1.929 perusahaan yang terdaftar di bursa saham Jepang selama periode 2002 hingga 2016 membuktikan bahwa kebijakan dividen berkontribusi terhadap nilai perusahaan. Baker & Powell, (2000) mendapatkan hasil penelitian bahwa terdapat pengaruh signifikan kebijakan dividen terhadap nilai saham dan kebutuhan pemegang saham saat ini sangat penting untuk dipenuhi. Kebijakan perusahaan untuk membagi dividen menjadi parameter yang diharapkan oleh para pemilik saham *existing* maupun calon investor untuk melihat imbal hasil dari investasi mereka sehingga mempengaruhi persepsi terhadap nilai perusahaan yang tercatat di bursa saham.

Indikator dari variabel dividend policy telah dikaji sebelumnya oleh Yusof & Ismail, (2016) dengan mengukur kebijakan dividen dari nilai nominal dividen yang dibagikan oleh perusahaan ataupun prosentase dividen terhadap laba yang dihasilkan oleh perusahaan. Dari sejumlah konsep dan kajian teoritis tersebut di atas maka dapat diajukan hipotesis sebagai berikut:

H1: Kebijakan pembagian dividen memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

2.3 Corporate Governance

Secara konseptual, terdapat dua teori utama tentang *corporate governance* yakni *stewardship theory* dan *agency theory* (Shaw & John, 2003). Landasan filosofis *Stewardship theory* dibentuk dari sifat dasar manusia yang dapat dipercaya, mampu bertindak dengan penuh tanggung jawab, berintegritas tinggi dan memiliki kejujuran terhadap pihak lain. Prinsip dasar ini yang sesungguhnya diharapkan oleh seluruh *stakeholder* terhadap pengelolaan manajemen.

Dengan demikian, manajemen diasumsikan sebagai pihak yang dapat dipercaya untuk bertindak dengan sebaik-baiknya untuk kepentingan publik maupun *stakeholder* lain. Sedangkan, *agency theory* berpandangan bahwa manajemen perusahaan yang seharusnya sebagai “agen” dari para pemegang saham, namun justru untuk kepentingan dirinya sendiri, bukan sebagai pihak yang secara total berdedikasi serta adil terhadap pemegang saham. Dalam banyak kajian, *agency theory* mendapat respon lebih luas karena dipandang lebih sering mencerminkan kenyataan yang ada. Adanya dualisme kepentingan antara manajemen dan pemegang saham menjadi inti dasar *agency theory*. Atas dasar kondisi tersebut maka berkembang pemikiran *corporate governance* yang memaksa manajemen untuk senantiasa patuh dan taat terhadap berbagai peraturan dan ketentuan untuk mengeliminasi adanya konflik kepentingan serta menjamin keadilan bagi seluruh *stakeholder*.

Secara definisi, *corporate governance* dimaknai sebagai suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan dalam rangka penciptaan nilai tambah (*value added*) bagi seluruh *stakeholder* (Monks & Minow, 2003). Ada dua hal yang

ditekankan dalam konsep ini, pertama, pentingnya hak pemegang saham untuk memperoleh informasi dengan benar dan tepat pada waktunya dan, yang kedua adalah kewajiban perusahaan untuk melakukan pengungkapan (*disclosure*) secara akurat, tepat waktu, transparan terhadap semua informasi kinerja perusahaan, kepemilikan, dan stakeholder lainnya. Menurut Shaw & John, (2003) terdapat empat komponen utama yang diperlukan dalam konsep *corporate governance* yaitu *fairness, transparency, independency, accountability, dan responsibility*. Pelaksanaan *corporate governance* yang secara konsisten memenuhi empat aspek tersebut diyakini dapat meningkatkan kualitas laporan keuangan dan juga dapat menjadi mitigasi atas kemungkinan munculnya aktivitas rekayasa kinerja yang manipulatif.

Penelitian Rashid & Islam, (2013) menunjukkan bahwa dalam kondisi pasar yang tidak sempurna maka diperlukan adanya instrument *corporate governance* dalam membentuk nilai perusahaan. Pengaruh dari *corporate governance* berupa jumlah direksi dan kapasitas CEO menjadi unsur penting yang akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan di tengah kondisi pasar yang tidak sempurna dan adanya keterbatasan pasar dalam pengembangan operasional bisnis.

Penelitian dari La Rocca, (2007) di Brazil menunjukkan bahwa *corporate governance* dapat menjadi variabel moderasi bagi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Peran *corporate governance* sebagai variabel moderasi tersebut memberikan pengaruh memperkuat relasi khususnya pada parameter konsentrasi kepemilikan, kepemilikan manajerial dan peran direksi dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Pelaksanaan tatakelola perusahaan yang baik telah menjadi faktor yang

turut memperkuat kualitas kinerja perusahaan yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan yang dipersepsikan oleh pasar.

Fenomena bisnis di Indonesia terkait *corporate governance* sebagai faktor yang memperkuat pengaruh positif kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan saat ini belum banyak dikaji oleh para peneliti. Adanya karakteristik sosial budaya dan kondisi pasar yang belum sempurna dimungkinkan menjadi faktor pembeda penelitian di Indonesia dibandingkan dengan negara-negara lain. Standar pelaksanaan *corporate governance* di Indonesia sangat dipengaruhi oleh parameter penentuan standar yang ditetapkan oleh regulator, kesepakatan asosiasi ataupun pilihan perusahaan untuk meratifikasi standar *corporate governance* yang telah ada.

Sehubungan dengan hal tersebut, maka penelitian ini mencoba untuk menguji *corporate governance* sebagai variabel moderasi dalam interaksi antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Instrumen dan faktor dalam *corporate governance* yang mengedepankan transparansi, akuntabilitas, responsibilitas, independensi, dan kewajaran dimungkinkan sebagai faktor yang dapat memperkuat pengaruh kebijakan dividen yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dari sejumlah teori di atas maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

H2: Pengaruh positif kebijakan dividen akan semakin kuat terhadap nilai perusahaan apabila perusahaan tersebut memiliki *corporate governance* yang baik.

Sedangkan secara konseptual, telah terdapat beberapa pemikiran yang menyatakan bahwa *corporate governance* secara langsung dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Pelaksanaan *corporate governance* yang konsisten dilakukan oleh perusahaan akan memberikan kinerja perusahaan yang baik sehingga nilai

perusahaan akan semakin meningkat di pasar. Menurut penelitian Fatma dan Chouaibi (2021) mendapatkan fakta bahwa *corporate governance* secara positif berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, khususnya untuk instrumen *board diversity* dan *CEO ownership*.

Sedangkan penelitian Jain & Raithatha, (2021) menunjukkan bahwa *corporate governance* yang lebih baik akan dapat meminimalkan pengaruh buruk dari pengungkapan nilai perusahaan. Perusahaan yang memiliki mekanisme *corporate governance* yang bagus akan dapat memitigasi efek merugikan dari pengungkapan risiko di pasar. Penelitian yang lain dari Godos-Díez et al., (2018) menunjukkan bahwa di Cina dan Indonesia *corporate governance* memiliki hubungan langsung yang signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan. Sedangkan di India, hubungan *corporate governance* dengan nilai perusahaan berelasi secara tidak langsung.

Penelitian dari Kusi et al., (2018) menyimpulkan bahwa *corporate governance* akan mendorong penyelesaian konflik antara manajemen dengan pemegang saham serta dapat memberikan maksimalisasi nilai bagi *stakeholder*. Pemegang saham akan menanggung beban jika manajemen tidak melakukan *corporate governance* yang baik. Pada penelitian Suhadak et al., (2019) juga berkesimpulan bahwa semakin tinggi kualitas penerapan *corporate governance* maka akan semakin tinggi nilai perusahaan. Penelitian ini dilakukan di Indonesia terhadap perusahaan yang terdaftar pada Index LQ45 pada Bursa Efek Indonesia periode 2010 hingga 2016.

Penelitian dari Rashid & Islam, (2013); Siagian et al., (2013) menemukan bahwa terdapat hubungan yang positif antara *corporate governance* dengan nilai perusahaan khususnya di negara-negara berkembang (*emerging market*). Terdapat nilai penting pelaksanaan *corporate governance* oleh manajemen apabila ingin mendapatkan nilai perusahaan yang tinggi di pasar. Sehubungan dengan hal tersebut, maka dimungkinkan variabel *corporate governance* juga dapat diindikasikan sebagai variabel prediktif terhadap nilai perusahaan karena memiliki pengaruh positif secara langsung. Dari sejumlah teori dan konsep tersebut maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

H3: *Corporate governance* memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap nilai perusahaan (*corporate value*).

2.4 Charity Action

Menurut penelitian Pour & Ghanbari, (2017), tindakan kedermawanan yang diwujudkan melalui *corporate social responsibility* (CSR) maupun penyaluran Zakat, Infak dan Shodaqoh (ZIS) memiliki keterkaitan dengan kebijakan pembagian dividen suatu perusahaan. Perusahaan yang memiliki penyaluran CSR yang tinggi umumnya memiliki *performance* kinerja yang lebih baik daripada perusahaan yang rendah dalam penyaluran CSR. Tindakan kedermawanan menjadi ukuran manajerial terkait dengan alokasi keuntungan sekaligus indikasi kesuksesan finansial suatu perusahaan.

Menurut kajian yang dilakukan oleh Lee et al., (2013) terdapat pengaruh yang signifikan positif antara pelaporan kegiatan CSR terhadap nilai perusahaan

dengan dimoderasi oleh pengeluaran biaya iklan. Efektivitas kegiatan CSR pada level perusahaan akan memberikan pengaruh pada kinerja keuangan, meliputi nilai perusahaan dan tingkat *return on investment*. Penelitian ini memberi saran agar perusahaan tidak hanya melaksanakan kegiatan CSR tapi juga wajib untuk melakukan publisitas agar diketahui public.

Jitmaneroj, (2018) melakukan penelitian di perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat dengan kesimpulan bahwa terdapat hubungan asosiasi secara langsung antara CSR dengan nilai perusahaan. Manajer perusahaan yang secara terus menerus mau membangun lingkungan sosial melalui aktivitas CSR akan mendapatkan efek sinergistik bagi nilai perusahaan mereka. Untuk itu biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan dalam kegiatan CSR agar tidak hanya dianggap sebagai beban keuangan perusahaan namun sebagai bagian dari investasi perusahaan yang berkelanjutan.

Penelitian Javaid & Al-Malkawi, (2018) terhadap 107 perusahaan di Bursa Saudi Arabia selama 2004-2013 menunjukkan bahwa perusahaan yang konsisten membayar zakat dan CSR akan memiliki dampak positif yang sangat kuat bagi kinerja keuangan perusahaan. Peneliti ini menyarankan agar perusahaan memberikan kontribusi zakat jika menginginkan peningkatan pada profitabilitas dan nilai perusahaan melalui peningkatan kesejahteraan masyarakat secara umum.

Menurut penelitian sebelumnya oleh Denis & Osobov, (2008) juga menunjukkan perusahaan yang konsisten melakukan penyaluran CSR akan mengalami kenaikan nilai perusahaan akibat dari persepsi positif dari masyarakat terkait dengan tindakan kedermawanan yang dilakukan. Tindakan kedermawanan

direspons secara baik oleh penerima maupun masyarakat secara umum dengan penilaian bahwa perusahaan tersebut mau berbagi dan mengalokasikan pendapatan kepada lingkungan sosial. Tindakan ini dipersepsikan secara positif oleh pemegang saham maupun calon investor.

Kamal, (2021) melakukan penelitian terhadap perusahaan yang masuk dalam Index LQ45 pada Bursa Efek Indonesia dengan hasil bahwa pengungkapan CSR memiliki pengaruh positif secara langsung terhadap nilai perusahaan. Aktivitas CSR yang disampaikan kepada publik memberikan pengaruh yang positif bagi persepsi pasar terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, menjadi hal yang relevan jika dihipotesiskan bahwa tindakan kedermawanan dapat mempengaruhi nilai perusahaan secara positif. Menggunakan dasar konsep yang sama dalam teori *signaling*, bahwa manajer seringkali memberikan sinyal-sinyal yang bisa dibaca oleh pemegang saham dan investor bahwa perusahaan dalam kondisi keuangan yang baik dan berharap nilai perusahaan dipersepsikan dengan baik juga. Sehingga hipotesis yang dapat diajukan adalah;

H4: Tindakan kedermawanan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

Menurut Kamal, (2021) tindakan kedermawanan merupakan refleksi dari pelaksanaan *corporate governance* perusahaan yang baik. Bagi perusahaan dengan corporate governance yang konsisten akan senantiasa memiliki orientasi pemeliharaan lingkungan sosial jangka panjang. Perusahaan tersebut tidak lagi sekedar fokus pada kesejahteraan internal perusahaan saja namun juga memberikan perhatian bagi lingkungan dan ekosistem di sekitarnya. Tindakan kedermawanan

yang diwujudkan dalam *corporate social responsibility* diyakini menjadi wujud nyata *corporate governance* yang baik.

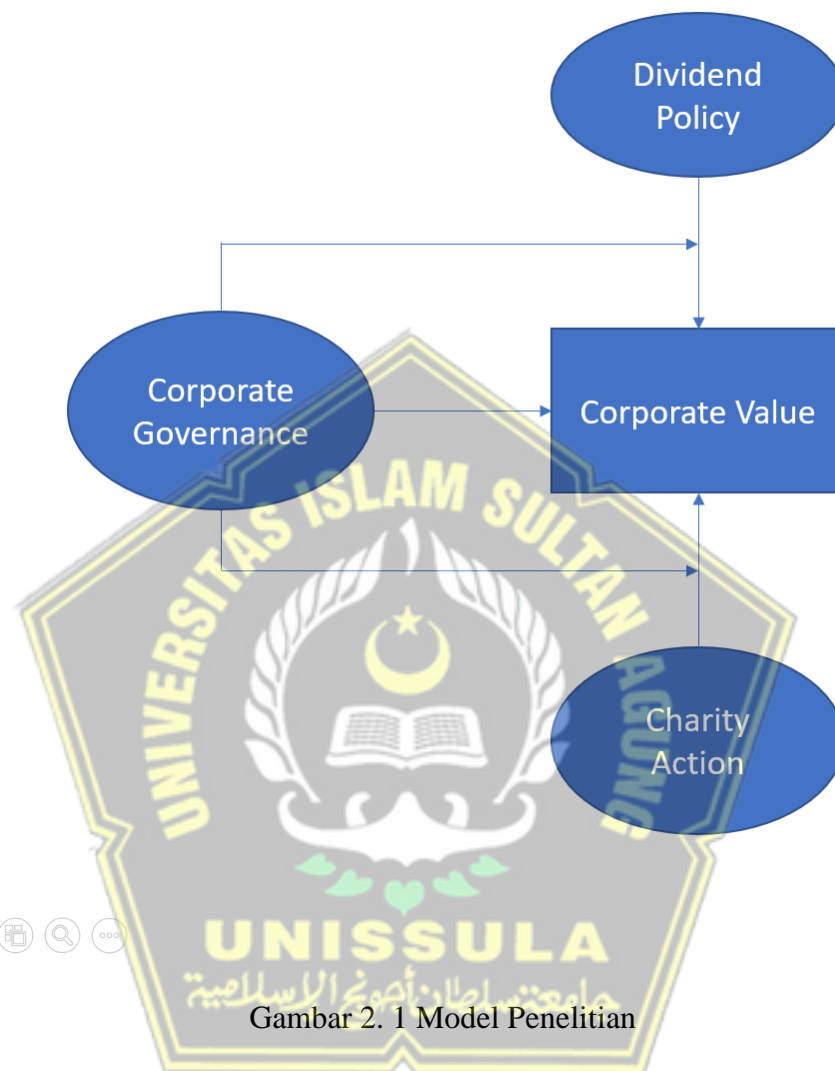
Dalam penelitian Ebaid, (2022) di negara-negara *emerging market*, mekanisme *corporate governance* yang baik sering ditunjukkan dengan praktek *corporate social responsibility*. Tindakan kedermawanan dimaknai sebagai ungkapan keinginan manajemen perusahaan untuk berbagi dan melayani bagi kalangan eksternal yang membutuhkan sebagai dorongan motivasi *corporate governance* yang berkeadilan dan terbuka. Sejumlah anggaran dan kegiatan kedermawanan yang dibiayai oleh perusahaan akan semakin besar apabila perusahaan tersebut memiliki *corporate governance* yang transparan, adil dan memiliki kinerja keuangan yang baik.

Untuk itu menjadi penting untuk dikaji lebih dalam apakah *corporate governance* dapat memperkuat relasi positif antara tindakan kedermawanan terhadap nilai perusahaan. Sehingga penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut :

H5: Pengaruh positif tindakan kedermawanan akan semakin kuat terhadap nilai perusahaan apabila perusahaan tersebut memiliki *corporate governance* yang baik.

2.5 Model Empirik

Dari beberpa kajian pustaka dan literatur penelitian terdahulu tersebut maka dapat dirumuskan beberapa hipotesis dalam model empirik penelitian sebagai berikut:



Gambar 2. 1 Model Penelitian

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian penjelasan (*explanatory research*). (Singarimbun & Masri, 2008) mengatakan bahwa penelitian yang bersifat Explanatory atau penjelasan adalah penelitian yang mengkaji tentang pengaruh antar variabel-variabel penentu serta menguji validitas terhadap hipotesis yang diajukan oleh peneliti. Deskripsi akan membahas secara spesifik tentang hubungan antar variabel. Untuk penelitian ini, variabel yang diteliti antara lain: *dividend policy, corporate governance, charity action* serta *corporate value*.

3.2 Variabel dan Indikator

Variabel dalam penelitian ini mencakup *dividend policy, corporate governance, charity action* serta *corporate value*; dengan masing-masing indikator sebagaimana pada Tabel 3.1

Tabel 3. 1 Variabel dan Indikator Penelitian

No.	Variabel	Indikator	Pengukuran	Sumber Referensi
1.	Dividend Policy Kebijakan perusahaan untuk memberikan imbal hasil material dari laba perusahaan kepada para pemegang saham.	<i>Dividend Pay-out Ratio</i>	Perbandingan nominal dividen yang dibagikan terhadap laba bersih perusahaan.	Budagaga (2021); Karim (2020); Ravserma (2019); Profilet (2013); Hauser (2017); Al-Ajmi (2011)

Tabel 3. 1 Variabel dan Indikator Penelitian... Lanjutan

No.	Variabel	Indikator	Pengukuran	Sumber Referensi
2.	Corporate governance Kualitas tatakelola perusahaan yang mencerminkan profesionalitas yang baik dan menjaga kepentingan seluruh pemangku kepentingan.	<i>Rating Self-Assesment</i> GCG	Nilai atau skor penilaian GCG menurut standard.	Chouaibi (2021); Jarboi (2021); Jain dan Amar (2021); Fajriyanti (2021); Baker (2020)
3.	Charity Action Tindakan kedermawanan perusahaan yang diberikan kepada lingkungan social untuk keberlanjutan organisasi.	CSR to <i>Revenue Ratio</i>	Perbandingan jumlah total biaya yang dikeluarkan untuk kedermawanan social terhadap total pendapatan perusahaan.	Sheikh (2020); Kim dan Kim (2020); Trihermanto (2019); Al-Malkawi (2018); Pour (2017); Jitmaneroj (2017).
4.	Corporate Value Penilaian investor terhadap suatu perusahaan yang dihitung berdasarkan harga saham di bursa.	<i>Price Book Value Ratio</i>	Perbandingan Nilai saham per lembar dibandingkan nilai buku yang dihitung dari nilai ekuitas dibagi total lembar saham.	Trihermanto (2019); Yusof (2016); Gregory (2014);

3.3 Sumber data

Sumber data pada studi ini berasal dari data sekunder. Data sekunder adalah data yang diperoleh dari pihak lain. Pengambilan data dilakukan berdasarkan pengumuman (*released*) laporan keuangan perusahaan yang dituangkan dalam

Annual Report setiap emiten *Jakarta Islamic Index* pada Bursa Efek Indonesia dengan mengacu pada standar market-benchmark. Data tersebut meliputi jumlah perusahaan dalam *Jakarta Islamic Index* selama kurun waktu penelitian, rasio keuangan dalam laporan tahunan perusahaan serta laporan penyaluran dana CSR dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada JII.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Pengumpulan data dalam penelitian ini dilakukan dengan cara mengambil data pada laporan tahunan dari setiap perusahaan yang terdaftar di JII selama 2017-2021 serta berasal dari pergerakan nilai saham yang tercatat di bursa. Laporan tahunan perusahaan memuat kinerja keuangan termasuk rasio-rasio yang mewakili variabel dalam penelitian ini termasuk data tentang hasil assessment pelaksanaan GCG. Data sekunder lain yang termuat dalam laporan tahunan perusahaan juga akan melaporkan aktivitas CSR beserta laporan penyaluran dana CSR tersebut sebagai bentuk kedermawanan perusahaan yang terdaftar pada JII. Selanjutnya data tersebut diklasifikasikan berdasarkan kategori dan urutan waktu.

3.5 Populasi dan Sampel

Populasi adalah kumpulan dari individu dengan kaulitas serta ciri-ciri yang telah ditetapkan. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar dalam *Jakarta Islamic Index* pada Bursa Efek Indonesia untuk kurun waktu 2017-2021 dengan jumlah total 30 perusahaan terbuka. Studi ini menggunakan referensi dari Hair, (1992) yang mengatakan bahwa jumlah sampel adalah sebanyak indikator

dikali 5 sampai 10. Oleh karena jumlah variabel dalam penelitian ini adalah 4 variabel maka jumlah sampel dalam penelitian ini sebesar $4 \times 5 = 20$ perusahaan yang memenuhi kriteria. Adapun metode pengambilan sampel adalah *Purposive Sampling* artinya pengambilan sampel dengan mempertimbangkan karakteristik populasi yaitu: a). Telah terdaftar sebagai anggota JII minimal selama 3 tahun; b). memiliki kinerja profitabilitas positif; c). membagikan dividen selama periode penelitian dan d). menyalurkan dana CSR secara konsisten. Berikut keseluruhan daftar perusahaan yang masuk dalam *Jakarta Islamic Index* posisi 1 Desember 2021 berdasarkan lampiran pengumuman BEI No.Peng-00355/BEI.POP/11-2021 sebagai berikut:

Tabel 3. 2 Daftar Perusahaan Jakarta Islamic Index 2021

No	Kode Saham	Name	Sector
1	ADRO	Adaro Energy Tbk.	Minings & Energy
2	AKRA	AKR Corporindo Tbk.	Trade & Service
3	ANTM	Aneka Tambang (Persero) Tbk	Materials
4	BRPT	Barito Pacific Tbk.	Chemical Industry
5	BTPS	Bank Tabungan Pensiunan National Syariah Tbk	Finance
6	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	Chemical Industry
7	EXCL	XL Axiata Tbk.	Telecommunication
8	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	Consumer Goods
9	INCO	Vale Indonesia Tbk	Minings & Energy
10	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.	Consumer Goods
11	INKP	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk.	Chemical Industry
12	INTP	Indocement Tunggul Prakarsa Tbk.	Chemical Industry
13	JPFA	JAPFA Comfeed Indonesia Tbk	Chemical Industry
14	KAEF	Kimia Farma Tbk.	Consumer Goods
15	KLBF	Kalbe Farma Tbk.	Consumer Goods
16	MDKA	Merdeka Copper Gold Tbk.	Materials
17	MIKA	Mitra Keluarga Karyasehat Tbk.	Service & Investment
18	MNCN	Media Nusantara Citra Tbk.	Service & Investment
19	PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk.	Infrastructure & Energy
20	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	Minings &Energy

Tabel 3. 2 Daftar Perusahaan Jakarta Islamic Index 2021...Lanjutan

No	Kode Saham	Name	Sector
21	PTPP	PP (Persero) Tbk.	Property & Construction
22	PWON	Pakuwon Jati Tbk.	Property & Construction
23	SCMA	Surya Citra Media Tbk.	Service & Investment
24	SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk.	Chemical Industry
25	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk.	Chemical Industry
26	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk.	Telecommunication
27	TPIA	Chandra Asri Petrochemical Tbk	Chemical Industry
28	UNTR	United Tractors Tbk.	Trade & Service
29	UNVR	Unilever Indonesia Tbk.	Consumer Goods
30	WIKA	Wijaya Karya (Persero) Tbk.	Property & Construction

Berdasarkan kriteria sampel yang telah disebutkan di atas maka didapatkan 20 (dua puluh) perusahaan anggota JII periode 2017-2021 sebagai berikut:

Tabel 3. 3 Perusahaan Jakarta Islamic Index Periode 2017-2021

No.	Kode	Nama Perusahaan	No.	Kode	Nama Perusahaan
1	ADRO	Adaro Energy, Tbk	11	KLBF	Kalbe Farma, Tbk
2	ANTM	Aneka Tambang, Tbk	12	MNCN	Media Nusantara Citra, Tbk
3	BRPT	Barito Pacific, Tbk	13	PGAS	Perusahaan Gas Negara, Tbk
4	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia, Tbk	14	PTPP	PP (persero), Tbk
5	EXCL	XL Axiata, Tbk	15	SCMA	Surya Citra Media, Tbk
6	ICBP	Indofood Sukses Makmur, Tbk	16	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia, Tbk
7	INKP	Indah Kiat Pulp&Paper, Tbk	17	TLKM	Telekomunikasi Indonesia, Tbk
8	INTP	Indocement Tunggul Perkasa, Tbk	18	UNTR	United Tractors, Tbk
9	JPFA	Japfa Comfeed Indonesia, Tbk	19	UNVR	Unilever Indonesia, Tbk
10	KAEF	Kimia Farma, Tbk	20	WIKA	Wijaya Karya, Tbk

3.6 Teknik Analisis

Sebagai alat analisis dalam penelitian ini digunakan regresi data panel untuk menganalisis faktor-faktor prediktif yang mempengaruhi nilai perusahaan di masa depan melalui beberapa variabel yang telah disebutkan sebelumnya. Diperlukan pemodelan terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan di masa depan dengan melakukan analisis terhadap gabungan data *time-series* dan *cross-section* atas beberapa jenis perusahaan yang terdaftar di JII selama kurun waktu yang diteliti.

Menurut Hsiao, (2003) dalam melakukan estimasi permodelan melalui regresi data panel, maka metode yang digunakan sangat bergantung pada asumsi yang dibuat mengenai intersep, slope koefisien dan error. Untuk melakukan estimasi model, menurut Greene, (2012) terdapat 3 (tiga) struktur model antara lain: *Pooled Regression*, *Fixed Effect* dan *Random Effect*. Untuk itu langkah-langkah dalam analisis regresi data panel dalam penelitian ini antara lain:

1. Mengestimasi model *Pooled Regression/Common Effect*, model *Fixed Effect* dan model *Random Effect*.
2. Menentukan model terbaik melalui uji Chow, uji Langrage Multiplier dan uji Hausman.
3. Mentukan metode estimasi parameter yang tepat dengan memperhatikan bagaimana struktur varian-covarian serta korelasi antar sektornya dari residual yang ada dengan menggunakan uji Langrage Multiplier (LM). Namun apabila model terbaik yang dipilih adalah *Random Effect Model*

(REM) maka tidak perlu dilakukan pengujian untuk menentukan metode estimasi terbaik.

4. Melakukan uji asumsi normalitas residual dengan menggunakan uji Jarque-Bera.
5. Melakukan uji signifikansi parameter regresi data panel melalui uji Serentak (uji F) dan uji Parsial (uji t).

Dalam pemilihan struktur model, setiap jenis model memiliki karakteristik yang berbeda. *Pooled Regression Model* atau sering disebut *Common Effect Model* (CEM) diasumsikan bahwa tidak terdapat efek spesifik individual dan hanya terdiri dari konstan saja. Dalam mengestimasi model CEM dapat digunakan *ordinary least square* (OLS), *weighted least square* (WLS), *seemingly uncorrelation regression* (SUR) maupun *feasible generalized least square* (FGLS). Sedangkan pada *Fixed Effect Model* (FEM) akan memperhatikan adanya keberagaman dari variabel independent menurut individu. Untuk estimasi FEM ini dapat digunakan metode yang sama dengan CEM dengan asumsi struktur *varian-covarian* dari residualnya kecuali untuk penggunaan estimasi FGLS tidak dapat digunakan dalam estimasi FEM ini. Di sisi lain untuk *Random Effect Model* (REM), diasumsikan bahwa efek individual tidak memiliki korelasi dengan variabel independent. Dalam REM ini, untuk metode estimasi yang tepat digunakan adalah *generalized least square* (GLS).

Sedangkan dalam tahap penyeleksian model maka dilakukan uji Chow untuk mengetahui apakah FEM lebih baik daripada CEM. Sedangkan uji Langrange Multiplier (LM) digunakan untuk pengujian *random effect* berdasarkan nilai

residual dari model *Common Effect*. Selanjutnya uji Hausman digunakan untuk memilih antara model FEM dibandingkan model REM. Setelah itu, diperlukan pengujian asumsi struktur *varian-covarian* residual untuk memenuhi asumsi struktur homoskedastik atau heteroskedastik. Apabila didapatkan kesimpulan bahwa struktur varian-covarian residual bersifat heteroskedastik maka selanjutnya dilakukan uji LM untuk mengetahui apakah terdapat *cross-sectional correlation* atau tidak pada struktur *varian-covarian* tersebut.

3.6.1 Model Regresi

Untuk model regresi secara matematis dapat dirumuskan persamaan yang merumuskan relasi antar variabel dalam model penelitian ini sebagai berikut:

$$CV_{it} = b_0 + b_1 DP_{it} + b_2 CA_{it} + b_3 CG_{it} + b_4 DP_{it} \cdot CG_{it} + b_5 CA_{it} \cdot CG_{it} + e$$

Keterangan:

CV_{it} : Nilai Perusahaan pada waktu dan sektor tertentu

DP_{it} : Kebijakan Dividen pada waktu dan sektor tertentu

CA_{it} : Tindakan Kederewanan pada waktu dan sektor tertentu

CG_{it} : *Corporate governance* pada waktu dan sektor tertentu

$DP_{it} \cdot CG_{it}$: Peran moderasi *corporate governance* terhadap kebijakan dividen pada waktu dan sektor tertentu

$CA_{it} \cdot CG_{it}$: Peran moderasi *corporate governance* terhadap tindakan kederewanan pada waktu dan sektor tertentu

b_1 : koefisien regresi

e : *error term*

3.6.2 Pengujian Hipotesis

Sedangkan untuk uji asumsi pada regresi data panel, maka estimator yang digunakan adalah *Feasible Generalized Least Square* (FGLS). Pemeriksaan asumsi normalitas ini akan dilakukan menggunakan uji Jarque-Bera. Selanjutnya untuk uji signifikansi parameter dilakukan melalui Uji Serentak (Uji F) dan Uji Parsial (uji t). Uji Serentak dilakukan untuk mengetahui apakah variabel *independent* secara bersama-sama memiliki pengaruh terhadap variabel *dependent*. Uji Parsial juga dilakukan melalui (uji t) dengan tujuan untuk melihat signifikansi dari pengaruh variabel *independent* secara individu terhadap variabel *dependent*, dengan berasumsi bahwa variabel lain bersifat konstan.

a. Uji t

Pengujian ini dilakukan melalui uji t dengan membandingkan t hitung (observasi) dengan t tabel pada $\alpha = 0,05$. Apabila hasil pengujian menunjukkan:

1. $t \text{ hitung} > t \text{ tabel}$, maka H_0 ditolak Artinya: (1) variabel endogenus dapat menerangkan variabel eksogenus dan (2) ada pengaruh diantara dua variabel.
2. $t \text{ hitung} < t \text{ tabel}$, maka H_0 diterima Artinya: (1) variabel endogenus tidak dapat menerangkan variabel eksogenus, dan (2) tidak ada pengaruh diantara dua variabel.

b. Uji Model

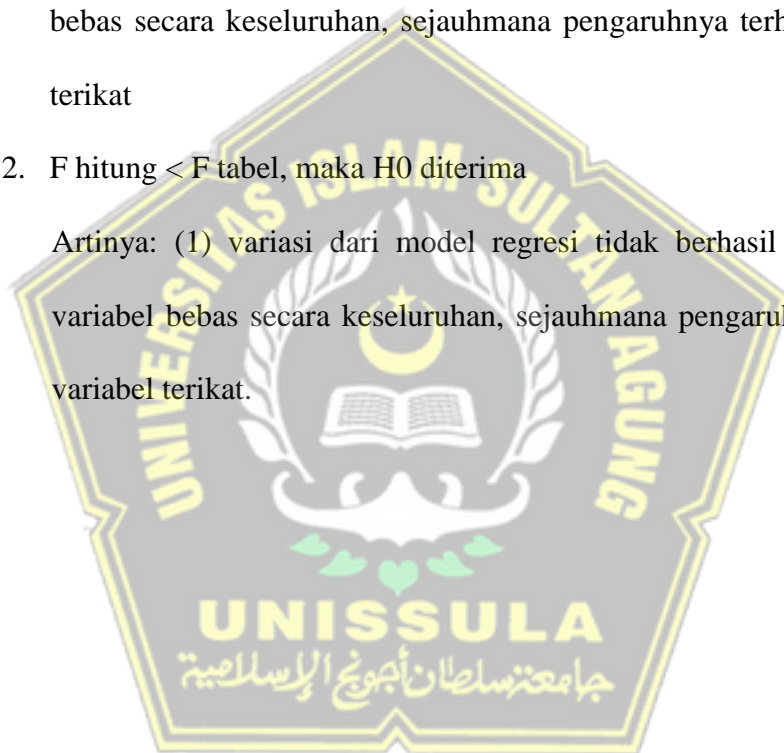
Pengujian ini dilakukan melalui uji F dengan membandingkan F hitung (observasi) dengan F tabel pada $\alpha = 0,05$. Apabila hasil pengujian menunjukkan

1. $F_{hitung} > F_{tabel}$, maka H_0 ditolak

Artinya: (1) variasi dari model regresi berhasil menerangkan variabel bebas secara keseluruhan, sejauhmana pengaruhnya terhadap variabel terikat

2. $F_{hitung} < F_{tabel}$, maka H_0 diterima

Artinya: (1) variasi dari model regresi tidak berhasil menerangkan variabel bebas secara keseluruhan, sejauhmana pengaruhnya terhadap variabel terikat.



BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1 Deskripsi Variabel

Objek dalam penelitian ini adalah Perusahaan yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index* pada Bursa Efek Indonesia untuk kurun waktu 2017-2021 dengan jumlah total 30 perusahaan terbuka. Hasil pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling* diperoleh sampel sebanyak 20 (dua puluh) perusahaan anggota JII periode 2017-2021. Perusahaan yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index* yang termasuk ke dalam sampel penelitian ditunjukkan pada tabel 4.1 sebagai berikut:

Tabel 4. 1 Sampel Penelitian

No.	Kode Saham	Nama Perusahaan
1	ADRO	PT. Adaro Energy, Tbk
2	ANTM	PT. Aneka Tambang (persero), Tbk
3	BRPT	PT. Barito Pacific, Tbk
4	PGAS	PT. Perusahaan Gas Negara (persero), Tbk
5	CPIN	PT. Charoen Pokphand Indonesia, Tbk
6	JPPA	PT. Japfa Comfeed Indonesia, Tbk
7	ICBP	PT. Indofood Sukses Makmur, Tbk
8	UNVR	PT. Unilever Indonesia, Tbk
9	INKP	PT. Indah Kiat Pulp&Paper, Tbk
10	TKIM	PT. Pabrik Kertas Tjiwi Kimia, Tbk
11	INTP	PT. Indocement Tunggul Perkasa, Tbk
12	UNTR	PT. United Tractors, Tbk
13	WIKA	PT. Wijaya Karya (persero), Tbk
14	PTPP	PT. Pembangunan Perumahan (persero), Tbk
15	KAEF	PT. Kimia Farma (persero), Tbk
16	KLBF	PT. Kalbe Farma, Tbk
17	MNCN	PT. Media Nusantara Citra, Tbk
18	SCMA	PT. Surya Citra Media, Tbk
19	TLKM	PT. Telekomunikasi Indonesia (persero), Tbk
20	EXCL	PT. XL Axiata, Tbk

Sumber: Bursa Efek Indonesia, diolah (2022)

Variabel independen dalam penelitian ini ada 3 (tiga) yakni *Dividend Policy*, *Corporate Governance* dan *Charity Action* dengan 1 (satu) variabel dependen yakni *Corporate Value*. Untuk variabel *dividend policy* diwakili dengan rasio *Dividend Pay-out Ratio* yang selalu diumumkan oleh perusahaan yang menjadi emiten di bursa saham. Untuk variabel *corporate governance* diwakili oleh nilai rating hasil *self-assesment* terhadap pelaksanaan *Good Corporate Governance* masing-masing perusahaan dengan mengacu kepada standar GCG atau Peraturan OJK yang berlaku. Sedangkan untuk variabel *charity action* diwakili oleh rasio realisasi penyaluran *corporate social responsibility* (CSR) dibandingkan dengan total pendapatan (*revenue*) dari setiap perusahaan yang diteliti. Untuk variabel dependen berupa *Corporate Value* diwakili oleh rasio *Price Book Value* untuk membandingkan antara nilai pasar dibandingkan dengan nilai buku saham.

4.2 Statistik Deskriptif

Terdapat 4 variabel pada penelitian ini yang terdiri dari *Dividend Policy*, *Corporate Governance*, *Charity Action* dan *Corporate Value*. Statistik deskriptif dari variabel *Dividend Policy*, *Corporate Governance*, *Charity Action* dan *Corporate Value* untuk periode tahun 2017-2021 sebagaimana tabel berikut ini.

Tabel 4. 2 Statistik Deskriptif

	DIV	GCG	CSR	PBV
Mean	0.267756	0.895525	0.005813	2.270374
Median	0.168980	0.920000	0.002286	1.549247
Maximum	0.990207	0.985600	0.124063	8.245061
Minimum	0.000000	0.700000	0.000155	0.570000
Observations	100	100	100	100

Sumber: Hasil *output* Eviews, diolah (2022)

Berdasarkan tabel 4.2. diketahui bahwa untuk variabel *Dividend Policy* memiliki nilai rata-rata sebesar 0,267753, nilai minimum 0,000 dan maksimum sebesar 0,990200 dengan standar deviasi sebesar 0,263010. Jadi berdasarkan nilai rata-rata tersebut menunjukkan bahwa secara rata-rata tingkat *Dividend Policy* yang dibagikan oleh seluruh perusahaan yang diteliti adalah sebesar 26,78%. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan yang diteliti membagikan dividen kepada pemegang saham sebesar 26,78% dibandingkan modal masing-masing perusahaan.

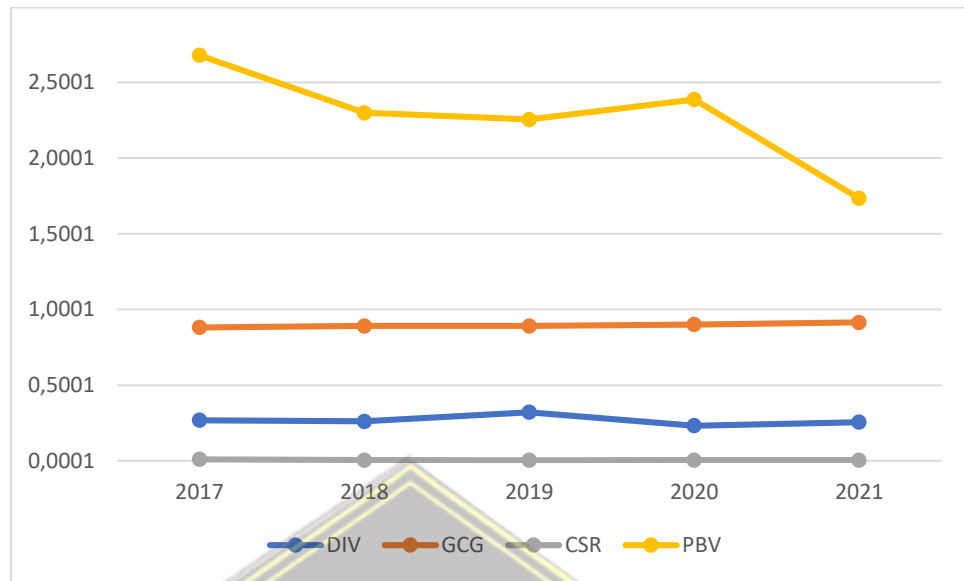
Variabel *Corporate governance* memiliki nilai rata-rata sebesar 0,895525, nilai minimum 0,700000 dan maksimum sebesar 0,985600 dengan standar deviasi sebesar 0,067568. Jadi berdasarkan nilai rata-rata tersebut menunjukkan bahwa secara rata-rata nilai self-assesment *Corporate Governance* seluruh perusahaan yang diteliti adalah sebesar 89,55%. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan yang terdaftar sebagai anggota Jakarta Islamic Index memiliki kualitas corporate governance yang sangat baik/unggul. Tatakelola perusahaan yang masuk dalam kategori saham islami memiliki tingkat kualitas GCG yang sangat baik.

Variabel *Charity Action* memiliki nilai rata-rata sebesar 0,005809, nilai minimum 0,005809 dan maksimum sebesar 0,124100 dengan standar deviasi sebesar 0,013078. Jadi berdasarkan nilai rata-rata tersebut menunjukkan bahwa secara rata-rata besaran biaya yang dikeluarkan untuk *Charity Action* dibandingkan dengan pendapatan perusahaan dari seluruh obyek yang diteliti adalah sebesar 0,58%. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan dengan saham Islami memiliki penyaluran CSR yang konsisten dan dengan jumlah yang signifikan. Apabila secara regulasi, kewajiban penyaluran CSR diharuskan minimal 2% dari

laba perusahaan maka dalam penelitian ini rasio penyaluran CSR dibandingkan dengan Revenue yang diterima oleh perusahaan sehingga secara lebih jelas terlihat nominal yang disalurkan oleh perusahaan kepada masyarakat dibandingkan langsung dengan nominal pendapatan yang diperoleh perusahaan dari masyarakat/konsumen dalam bentuk pendapatan perusahaan.

Variabel *Corporate Value* memiliki nilai rata-rata sebesar 2,270373, nilai minimum 8,245100 dan maksimum sebesar 8,245100 dengan standar deviasi sebesar 1,714431. Jadi berdasarkan nilai rata-rata tersebut menunjukkan bahwa secara rata-rata nilai pasar saham dibandingkan nilai buku (*Corporate Value*) dari seluruh perusahaan yang diteliti adalah sebesar 227,03% dari nilai buku. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata nilai perusahaan yang terdaftar sebagai anggota JII memiliki nilai PBV yang relatif tinggi atau lebih dari dua kali lipat nilai buku perusahaan. Fakta ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan dengan saham islami dipersepsikan positif oleh pasar dan dianggap memiliki prospek masa depan yang bagus.

Berdasarkan hasil analisis deskriptif tersebut dapat diketahui bahwa keseluruhan perusahaan yang diteliti memiliki nilai rata-rata yang positif dan secara mayoritas menunjukkan bahwa obyek penelitian memiliki komponen variabel untuk kebijakan dividen, *corporate governance*, *charity action* dan nilai perusahaan. Perusahaan yang diteliti dalam JII pada Bursa Efek Indonesia pada periode 2017-2021 dapat dikaji tentang relasi antar variabel sebagaimana model penelitian.

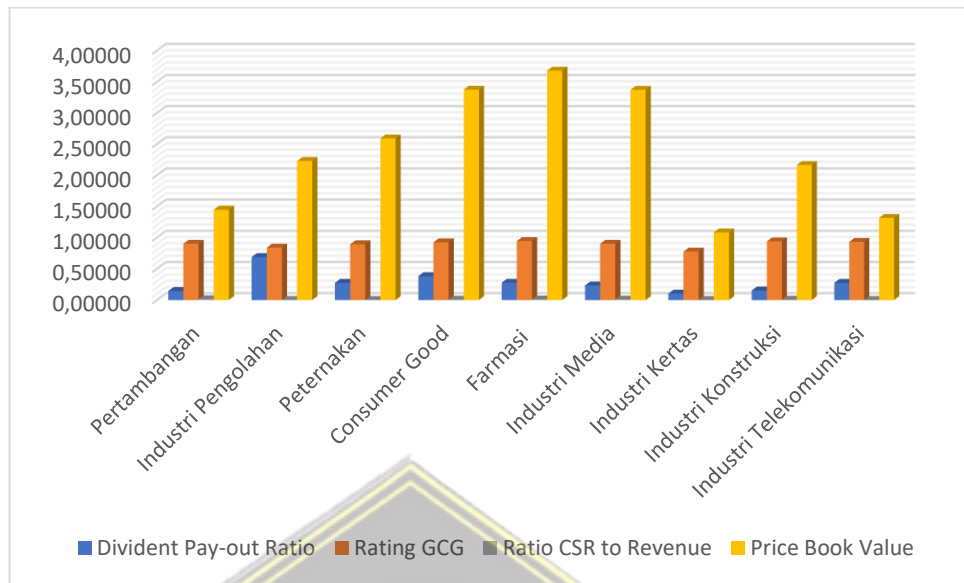


Gambar 4. 1 : Perkembangan nilai rata-rata setiap variabel pada 2017-2021

Sumber : Data Sekunder diolah (2022)

Dari hasil analisis data selama periode 2017-2021 terlihat bahwa perusahaan-perusahaan yang diteliti telah melakukan pengurangan pembagian dividen khususnya pada tahun 2020 dan 2021 sebagai respon atas kondisi perusahaan dan lingkungan bisnis di era pandemi. Namun demikian, dalam kurun waktu penelitian rata-rata perusahaan tetap membagikan dividen kepada pemegang saham meskipun nominalnya sesuai dengan kinerja laba perusahaan yang dipengaruhi oleh kondisi bisnis dan ekonomi saat itu. Untuk penyaluran dana CSR tidak mengalami penurunan selama kurun waktu 2017-2021 atau bahkan cenderung sedikit meningkat pada masa pandemi. Hal ini menunjukkan konsistensi keberpihakan perusahaan-perusahaan dengan saham islami untuk terus berbagi kepada masyarakat dan lingkungan sosial baik sebelum pandemi bahkan meningkat pada saat pandemi meskipun bisnis mengalami penurunan.

Untuk pelaksanaan tatakelola perusahaan yang ditunjukkan dengan rating hasil *self-assessment* menunjukkan fakta bahwa perusahaan-perusahaan di JII mayoritas telah berada pada kategori yang bagus dan cenderung semakin meningkat kualitasnya dari tahun ke tahun. *Corporate governance* telah dilaksanakan secara konsisten dan memenuhi prinsip-prinsip utama tatakelola yang diatur oleh regulator maupun standar internasional. Hal ini memberikan keyakinan yang bagus bagi investor dan seluruh *stakeholder* bahwa perusahaan dengan saham islami dikelola secara profesional, mendukung prinsip transparansi, akuntabilitas, independensi dan kejujuran yang baik. Sedangkan untuk nilai perusahaan yang diwakili oleh parameter berupa rasio PBV terlihat cenderung mengalami penurunan selama periode 2017-2021. Pada tahun 2020 terlihat ada sedikit peningkatan akibat persepsi investor dalam jangka pendek cenderung mencari instrumen investasi di pasar saham ketika pada awal pandemi terjadi guncangan ekonomi. Namun selanjutnya pada 2021, rasio PBV turun signifikan karena secara riil mayoritas perusahaan cenderung mengalami penurunan kinerja dan fundamental bisnisnya. Dari nilai rata-rata PBV selama tahun 2017 hingga 2021 terlihat bahwa rata-rata perusahaan dengan saham islami memiliki persepsi pasar yang bagus bahkan memiliki nilai lebih dari dua kali lipat nilai buku perusahaan tersebut. Hal ini menunjukkan persepsi positif sekaligus pandangan prospektif dari para pelaku pasar terhadap saham-saham islami yang diyakini akan memiliki masa depan yang lebih baik. Secara umum hal ini terjadi secara konsisten baik di masa pandemi maupun periode sebelumnya.



Gambar 4. 2 Grafik Per Sektor

Sumber : Data Sekunder diolah (2022)

Berdasarkan analisis sektor ekonomi terlihat bahwa terdapat variasi pembagian dividen dari perusahaan di masing-masing sektor pada periode 2017-2021. Rata-rata kebijakan pembagian dividen yang tertinggi adalah pada sektor industri pengolahan dan yang paling rendah adalah pada industri kertas. Sedangkan untuk rating GCG hasil *self-assesment* menunjukkan bahwa secara keseluruhan sektor industri menunjukkan kualitas *corporate governance* yang sangat baik. Sedangkan untuk *charity action* yang diwakili oleh parameter biaya CSR dibandingkan total revenue menunjukkan bahwa secara rata-rata seluruh perusahaan di semua sektor yang diteliti memiliki nilai yang positif yang dapat dimaknai bahwa perusahaan-perusahaan tersebut secara konsisten menyalurkan dana CSR meskipun dengan nominal yang beragam. Sedangkan untuk variabel Corporate Value yang diwakili oleh rasio PBV menunjukkan bahwa sektor farmasi memiliki rasio PBV yang tertinggi dan sektor industri kertas memiliki rasio PBV

yang terendah meskipun dengan nilai yang relatif lebih tinggi daripada nilai buku perusahaan tersebut. Secara ringkas deskripsi perusahaan-perusahaan dengan nilai saham islami yang diteliti memiliki parameter kinerja sebagai berikut:

Tabel 4.3. Parameter Kinerja Sampel Penelitian

Parameter	Rata-Rata Nilai	Keterangan
Kebijakan Dividen	26,78%	Memberikan imbal hasil investasi kepada pemegang saham cukup tinggi
Kualitas GCG	89,55%	Kualitas penerapan GCG termasuk kategori Unggul
Penyaluran CSR terhadap <i>Revenue</i>	0,58%	Memiliki keberpihakan yang baik terhadap lingkungan sosial dengan nominal yang cukup besar, meski secara prosentase nampak kecil.
Nilai Perusahaan (PBV)	227,03%	Memiliki persepsi pasar yang baik dan dinilai prospektif di masa depan

4.3 Hasil Penelitian

4.3.1 Pengujian Model Panel

Pengujian model data panel pada penelitian dilakukan dengan tujuan untuk menentukan model manakah yang paling tepat untuk digunakan. Data panel ini merupakan gabungan dari data *cross section* dan data *time series* (Ghozali & Ratmono, 2017). Regresi data panel dalam penelitian ini dilakukan dengan tiga model, yaitu *common effect model*, *fixed effect model*, dan *random effect model*. Dalam melakukan estimasi model regresi data panel terdapat model pengujian yang dapat digunakan yaitu Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji Lagrange Multiplier.

4.3.1.1 Uji Chow

Uji Chow digunakan untuk menentukan model manakah yang paling tepat digunakan antara *Common Effect Model* (CEM) atau *Fixed Effect Model* (FEM). Dalam pengujian ini tingkat signifikansi yang digunakan yaitu 0,05 atau 5%. Kriteria yang digunakan dalam model ini adalah jika nilai probabilitas F-statistik lebih besar dari 0,05, maka H0 diterima yang artinya lebih cocok menggunakan *Common Effect Model* (CEM) dan jika lebih kecil daripada 0.05 maka lebih tepat menggunakan FEM atau *Fixed Effect Model*. Hasil dari pengujian Uji Chow dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 4. 4 Uji Chow

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Tests cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	12.1920	(99,851)	0.0000
Cross-section Chi-square	385.71760	99	0.0000

Sumber: Hasil *output* Eviews, diolah (2022)

Berdasarkan dari hasil tabel tersebut, dapat diketahui bahwa nilai probabilitas F-statistik sebesar 0,0000 yang mana lebih kecil dari nilai signifikansi 0,05. Hal tersebut menunjukkan bahwa H0 ditolak yang artinya model yang tepat untuk digunakan pada regresi data panel adalah *Fixed Effect Model* (FEM). Kemudian untuk itu dilanjutkan pengujian model dengan melakukan uji Hausman.

4.3.1.2 Uji Hausman

Uji Hausman digunakan untuk menentukan model manakah yang paling tepat digunakan antara *Fixed Effect Model* (FEM) atau *Random Effect Model* (REM). Dalam pengujian ini tingkat signifikansi yang digunakan adalah 0,05 atau 5%. Kriteria yang digunakan dalam model ini adalah jika nilai probabilitas dari cross section random lebih besar dari 0,05 maka H0 diterima yang artinya lebih cocok menggunakan *Random Effect Model* (REM) pada regresi data panel. Hasil pengujian dari Uji Hausman dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 4. 5 Uji Hausman

Correlated Random Effects-Hausman Tests			
Equation: Untitled			
Tests cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq.Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	12.103	7	0.9571

Sumber: Hasil *output* Eviews, diolah (2022)

Berdasarkan hasil uji tersebut, nilai probabilitas dari *cross section random* sebesar 0,9571 lebih besar dari nilai signifikansi 0,05 atau 5%. Hal ini menunjukkan bahwa H0 diterima, sehingga model yang tepat digunakan untuk regresi data panel penelitian ini adalah *Random Effect Model* (REM).

4.3.1.3 Uji Lagrange Multiplier

Uji Lagrange Multiplier Test atau biasa disebut dengan istilah *Lagrangian Multiplier Test* adalah analisis yang dilakukan dengan tujuan untuk menentukan

metode yang terbaik dalam regresi data panel, apakah akan menggunakan *common effect* atau *random effect*.

Tabel 4. 6 Uji Lagrange Multiplier

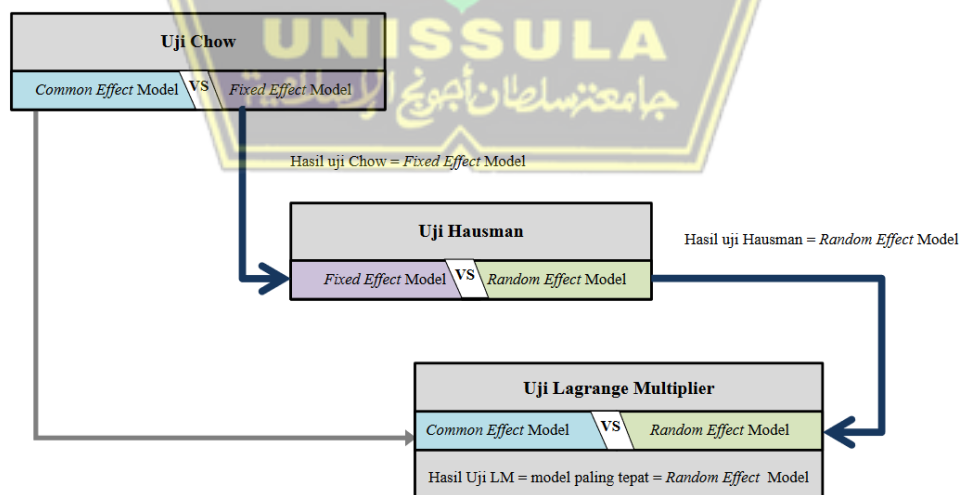
Indikator	Hasil
Chi-Square	0.0000***
<i>Panel Effect</i>	REM

Sumber: Hasil *output* Eviews, diolah (2022)

Hasil dari uji *Lagrange Multiplier* penelitian ini menunjukkan bahwa nilai Chi Square sebesar 0.000 atau lebih kecil dari 0.05 sehingga melalui uji ini memperkuat pilihan model yang paling tepat bagi penelitian ini adalah model *Random-Effect Model*.

4.3.1.4 Kesimpulan Pengujian Model Regresi

Secara berurutan tahapan pengujian terhadap model yang diajukan dalam penelitian ini dilakukan mulai dari uji chow, uji hausman dan uji LM adalah sebagai berikut:



Gambar 4.3. Tahapan Pelaksanaan Uji Model Data Panel

Setelah dilakukan serangkaian uji terhadap model penelitian yang diajukan maka diketahui hasil dari uji-uji sebagai berikut :

Tabel 4. 7 Ringkasan Hasil Uji Pemilihan Model Regresi Panel

Pengujian	Hasil
Uji Chow	FEM
Uji Hausman	REM
Uji LM	REM
Model Terpilih	REM

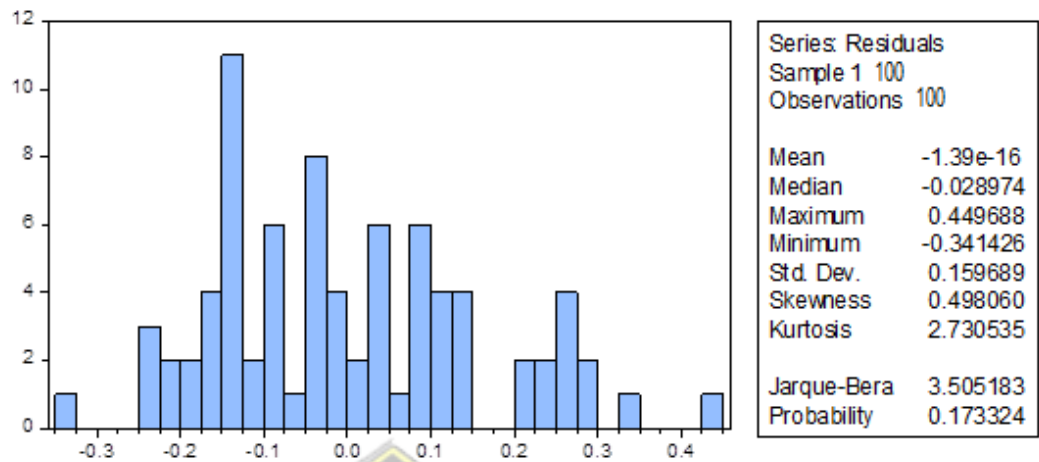
Sumber: Hasil *output* Eviews, diolah (2022)

Dari beberapa tahapan pengujian model tersebut maka dapat disimpulkan bahwa model yang paling sesuai untuk penelitian ini adalah model menggunakan *Random Effect Model*.

4.3.2 Pengujian Asumsi Klasik

4.3.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah model regresi linear antara variabel independen dengan variabel dependen memiliki distribusi data yang normal atau tidak Ghozali et al., (2017). Jika nilai probabilitas $JB > 0,05$, maka dapat disimpulkan bahwa data tersebut berdistribusi normal dan jika sebaliknya, maka dapat dikatakan bahwa data berdistribusi tidak normal. Hasil uji normalitas pada penelitian ini dapat dilihat dalam gambar berikut:



Gambar 4. 4 Hasil Uji Normalitas Data

Sumber: Hasil *output* Eviews, diolah (2022)

Berdasarkan gambar 4.4 dihasilkan nilai JB sebesar 3,505183 dengan probabilitas sebesar 0,173324 yang berarti nilai ini lebih dari 5% atau 0,05. Untuk itu maka H_0 diterima dan dapat disimpulkan bahwa data penelitian ini berdistribusi normal.

4.3.2.2 Uji Heterokedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam sebuah model regresi terjadi ketidaksamaan variasi. Dalam penelitian ini, jenis uji heteroskedastisitas yang digunakan adalah Uji *Breusch-Pagan-Godfrey* dengan pertimbangan *Breusch-Pagan-Godfrey* test ini adalah uji untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas dalam suatu model yang merupakan penyempurnaan uji *Goldfeld-Quandt* sehingga hasilnya lebih efektif dan akurat. Berikut ini tabel hasil dari uji heteroskedastisitas:

Tabel 4. 8 Hasil Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	5.692351	Prob. F(5,94)	0.0002
Obs*R-squared	22.56201	Prob. Chi-Square(5)	0.0624
Scaled explained SS	34.36358	Prob. Chi-Square(5)	0.0003

Test Equation:

Dependent Variabel: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 07/26/22 Time: 10:19

Sample: 1 100

Included observations: 100

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.138826	7.452136	-0.421198	0.6746
DIV	-34.81903	14.88430	-2.339313	0.0815
GCG	3.611095	8.397375	0.430027	0.6682
CSR	5322.139	1284.375	4.143758	0.0601
MODERATING1	43.94708	17.21698	2.552544	0.0735
MODERATING2	-5560.760	1345.081	-4.134143	0.0701
R-squared	0.225241	Mean dependent var		2.135253
Adjusted R-squared	0.184030	S.D. dependent var		3.944675
S.E. of regression	3.563267	Akaike info criterion		5.437357
Sum squared resid	1193.506	Schwarz criterion		5.593667
Log likelihood	-265.8679	Hannan-Quinn criter.		5.500619
F-statistic	5.465595	Durbin-Watson stat		1.992040
Prob(F-statistic)	0.000185			

Sumber: Hasil *output* Eviews, diolah (2022)

Berdasarkan uji heteroskedastisitas dengan menggunakan Uji *Breusch-Pagan-Godfrey* menunjukkan hasil bahwa nilai probabilitas pada setiap variabel independen berada pada angka di atas 0,05 atau 5%. Sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa pada penelitian ini tidak terjadi masalah heteroskedastisitas pada model regresi penelitian ini.

4.3.2.3 Uji Autokorelasi

Uji ini dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$. Persamaan regresi yang baik sebaiknya tidak memiliki masalah autokorelasi (Ghozali et al., 2017). Pada penelitian ini melihat angka Durbin – Watson (DW) pada model regresi. Ghozali et al., (2017) menyatakan bahwa tidak terjadi autokorelasi positif maupun negatif jika nilai $dU < d < 4-dU$. Hasil pengujian uji autokorelasi adalah sebagai berikut:

Tabel 4. 9 Hasil Uji Autokorelasi

R-squared	0.266203	Mean dependent var	2.270374
Adjusted R-squared	0.235306	S.D. dependent var	1.714428
S.E. of regression	1.499211	Akaike info criterion	3.696462
Sum squared resid	213.5253	Schwarz criterion	3.826721
Log likelihood	-179.8231	Hannan-Quinn criter.	3.749180
Durbin-Watson stat	2.454303		

Sumber: Hasil *output* Eviews, diolah (2022)

Berdasarkan tabel hasil uji autokorelasi menunjukkan bahwa nilai Durbin – Watson (DW) pada penelitian ini sebesar 2,454303. Jika dilihat dari hasil uji DW menunjukkan bahwa nilai 2,454303 berada diantara nilai dU (1,5) dan $4-dU$ (2,5) yang berarti dalam model regresi tidak mengalami masalah autokorelasi.

4.3.3 Analisis Regresi Data Panel

Setelah dilakukan berbagai tahap pengolahan data yang dimulai dari uji analisis statistik deskriptif, uji asumsi klasik hingga uji pemilihan model data panel, maka tahap selanjutnya melakukan uji model persamaan regresi data panel. Hasil dari uji model persamaan regresi data panel dilakukan untuk menguji hipotesis dari

penelitian. Model yang terpilih adalah *Random Effect Model*. Model tersebut yang dapat mempresentasikan tujuan dari penelitian ini. Untuk itu proses pengujian dilakukan dengan menggunakan aplikasi *EViews* dengan model tersebut dengan hasil sebagai berikut:

Tabel 4. 10 Hasil Uji Regresi Data Panel

Dependent Variabel: PBV
 Method: Least Squares
 Date: 07/26/22 Time: 10:17
 Sample: 100
 Included observations: 100

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DIV	12.37359	4.627680	2.673822	0.0088
GCG	1.438091	0.287751	4.997687	0.0000
CSR	14.39342	5.308263	2.711513	0.0079
MODERATING1	17.21544	5.386601	3.195975	0.0019
MODERATING2	15.10803	5.552776	2.720806	0.0077
R-squared	0.266203	Mean dependent var	2.270374	
Adjusted R-squared	0.235306	S.D. dependent var	1.714428	
S.E. of regression	1.499211	Akaike info criterion	3.696462	
Sum squared resid	213.5253	Schwarz criterion	3.826721	
Log likelihood	-179.8231	Hannan-Quinn criter.	3.749180	
Durbin-Watson stat	2.454303			

Sumber: Hasil *output* Eviews, diolah (2022)

Hasil regresi periode keseluruhan dengan menggunakan model *random-effect* adalah sebagai berikut:

1. Melalui *global test* dapat dilihat bahwa nilai *Adjusted R-Square* menunjukkan angka 0,235306 yang menunjukkan bahwa variasi dari variabel dependent berupa Nilai Perusahaan sebesar 23,53% dapat dijelaskan oleh variabel *independent* dalam model ini : kebijakan dividen, tatakelola organisasi dan tindakan kedermawanan.

2. Koefisien kebijakan pembagian dividen bertanda positif dengan *confidence level* 95%. Variabel kebijakan pembagian dividen memiliki nilai Prob. $0,0088 < 0.05$ yang artinya kebijakan dividen berpengaruh positif secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Sehingga hipotesis pertama pada penelitian ini yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan adalah diterima. Sehingga terdapat pengaruh kebijakan pembagian dividen terhadap nilai perusahaan. Dari hasil regresi dapat terlihat bahwa kebijakan pembagian dividen memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan dengan koefisien sebesar 12,37359 satuan pada asumsi *ceteris paribus*. Artinya semakin tinggi Kebijakan pembagian dividen yang dimiliki oleh perusahaan, secara positif akan mempengaruhi peningkatan nilai perusahaan. Variabel Kebijakan pembagian dividen mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan, dengan koefisien regresi sebesar 12,37359 yang menunjukkan pengaruh positif yang sangat kuat bahwa apabila kebijakan pembagian dividen suatu perusahaan meningkat sebesar 1% maka nilai perusahaan akan meningkat sebesar 12,37% dengan asumsi variabel bebas yang lain konstan.
3. Koefisien Moderating 1 berupa moderasi variabel tatakelola organisasi terhadap kebijakan dividen bertanda positif dengan *confidence level* 95%. Variabel kebijakan dividen memiliki nilai Prob. $0,0019 < 0.05$ yang artinya variabel tatakelola organisasi memperkuat pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian hipotesis kedua yang menyatakan bahwa *Corporate Governance* memperkuat pengaruh *Dividend*

Policy terhadap *Corporate Value* pada penelitian ini diterima. Artinya kebijakan dividen akan semakin kuat mempengaruhi terhadap nilai perusahaan apabila perusahaan tersebut memiliki *Corporate Governance* yang baik. Variabel *Corporate Governance* memiliki dampak yang sangat kuat pada hubungan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, dengan koefisien regresi sebesar 17,21544 atau menunjukkan hubungan bahwa apabila *Corporate Governance* meningkat sebesar 1% maka hubungan antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan akan meningkat sebesar 17,21% dengan asumsi variabel bebas yang lain konstan

4. Koefisien *Corporate Governance* bertanda positif dengan *confidence level* 99%. Variabel *corporate governance* memiliki nilai Prob. $0,000 < 0,01$ yang artinya *Corporate Governance* secara signifikan berpengaruh terhadap peningkatan nilai perusahaan. Sehingga hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa *corporate governance* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada penelitian ini diterima. Sehingga diketahui bahwa terdapat pengaruh *Corporate Governance* secara langsung terhadap Nilai Perusahaan. Dari hasil regresi terlihat bahwa kenaikan variabel *Corporate governance* sebesar 1% akan meningkatkan Nilai Perusahaan sebesar 1,43% pada asumsi *ceteris paribus*.
5. Koefisien tindakan kedermawanan bertanda positif dengan *confidence level* 99%. Variabel Tindakan kedermawanan (*Charity Action*) memiliki nilai Prob. $0,0079 < 0,01$ yang artinya tindakan kedermawanan secara signifikan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Sehingga hipotesis keempat yang

menyatakan bahwa tindakan kedermawanan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada penelitian ini diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh positif antara tindakan kedermawanan terhadap Nilai Perusahaan. Dari hasil regresi dapat terlihat bahwa semakin tinggi variabel tindakan kedermawanan maka akan meningkatkan Nilai Perusahaan. Dari hasil regresi dapat terlihat bahwa tindakan kedermawanan memiliki pengaruh terhadap Nilai Perusahaan dengan koefisien sebesar 14,39342 satuan atau apabila tindakan kedermawanan meningkat 1% maka akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 14,39% pada asumsi *ceteris paribus*.

6. Koefisien Moderating 2 berupa moderasi tatakelola organisasi terhadap tindakan kedermawanan bertanda positif dengan *confidence level* 95%. Variabel Moderating2 ini memiliki nilai Prob. $0,0077 < 0,05$ yang artinya *corporate governance* dapat memperkuat pengaruh tindakan kedermawanan terhadap nilai perusahaan. Sehingga hipotesis kelima yang menyatakan bahwa tatakelola organisasi dapat memperkuat tindakan kedermawanan terhadap nilai perusahaan pada penelitian ini diterima. Artinya tindakan kedermawanan akan semakin kuat terhadap nilai perusahaan apabila perusahaan tersebut memiliki *corporate governance* yang baik. Variabel *Corporate Governance* memiliki dampak yang kuat pada hubungan tindakan kedermawanan terhadap nilai perusahaan, dengan koefisien regresi sebesar 15,10803 menunjukkan bahwa apabila *Corporate Governance* meningkat sebesar 1% maka hubungan kebijakan dividen

terhadap nilai perusahaan akan meningkat sebesar 15,10% dengan asumsi variabel bebas yang lain konstan.

Tabel 4. 11 Rangkuman Hasil Pengujian Hipotesis

Variabel	Hasil
H1 : Kebijakan pembagian dividen memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan	Diterima
H2 : Pengaruh positif kebijakan dividen akan semakin kuat terhadap nilai perusahaan apabila perusahaan tersebut memiliki <i>Corporate Governance</i> yang baik	Diterima
H3 : <i>Corporate governance</i> memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap nilai perusahaan.	Diterima
H4: Tindakan kedermawanan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap nilai perusahaan.	Diterima
H5: Pengaruh positif tindakan kedermawanan akan semakin kuat terhadap nilai perusahaan apabila perusahaan tersebut memiliki <i>corporate governance</i> yang baik	Diterima

Sumber: Hasil Olahan Peneliti (2022)

Dari hasil penelitian diketahui bahwa seluruh hipotesis diterima berdasarkan hasil olah data sample penelitian. Kebijakan dividen memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan karena terkait dengan persepsi pasar bahwa perusahaan yang membagikan dividen dinilai memiliki kemampuan keuangan dengan profitabilitas yang bagus yang diantaranya dibagikan kepada pemegang saham sehingga perusahaan tersebut dipandang memiliki prospek usaha yang baik. Untuk *corporate governance* dinilai memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan karena untuk perusahaan dengan GCG yang bagus dipersepsikan dikelola secara professional dan transparan sehingga persepsi pasar terhadap nilai perusahaan menjadi tinggi. Untuk tindakan kedermawanan yang memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan karena tindakan kedermawanan menjadi refleksi atas

kinerja keuangan perusahaan yang mampu berbagi untuk lingkungan sosialnya sehingga nilai perusahaan tersebut dipersepsikan tinggi oleh pasar. Variable *corporate governance* berfungsi efektif sebagai moderator bagi pengaruh kebijakan dividen dan tindakan kedermawanan karena dengan tatakelola organisasi yang baik maka kebijakan dividen dan tindakan kedermawanan menjadi suatu strategi professional dari perusahaan yang mencerminkan kinerja yang baik tanpa adanya tendensi untuk *lip-service*/manipulasi sehingga hal tersebut dipersepsikan oleh pasar secara positif.

Untuk itu secara sederhana dapat disimpulkan bahwa variabel *dividend policy*, *corporate governance* dan *charity action* memiliki pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan. Perusahaan yang berkepentingan untuk meningkatkan nilai perusahaan yang diukur dengan parameter PBV dapat memberikan perhatian yang lebih pada peningkatan kebijakan pembagian dividen, peningkatan kualitas GCG dan penyaluran dana CSR kepada lingkungan.

Penelitian ini juga memperkuat pandangan yang diinisiasi oleh Teori Relevansi yang menyatakan bahwa kebijakan pembagian dividen memiliki pengaruh terhadap nilai suatu perusahaan. Temuan penelitian ini sejalan dengan *Signaling Theory* yang menjelaskan bahwa kebijakan perusahaan dalam membagikan dividen merupakan sebuah informasi yang dianggap sebagai sinyal positif atas kinerja perusahaan yang mampu membukukan laba sekaligus membagikan sebagian laba tersebut kepada pemegang saham. Hal ini sangat berkaitan dengan pemegang saham minoritas yang seringkali hanya memiliki informasi tentang perusahaan secara terbatas. Sentimen pasar terhadap kebijakan

dividen akan memberikan pengaruh positif terhadap nilai saham perusahaan. Hasil penelitian ini memperkuat penelitian sebelumnya oleh Budagaga, (2022); Karim & Ilyas, (2021) utamanya untuk lingkungan bisnis di negara *emerging market* yang menyatakan bahwa kebijakan dividen akan mempengaruhi nilai perusahaan. Penelitian ini memberikan kontribusi bahwa di negara *emerging market* seperti Indonesia, Teori Relevansi memiliki kebenaran empiris daripada Teori Irrelevansi dalam menjelaskan relasi antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa mayoritas pemegang saham/investor dari perusahaan-perusahaan dengan saham islami memiliki kecenderungan untuk mendapatkan dividen terbaik daripada *capital gain* dari selisih harga jual pasar dibandingkan pada saat membeli saham tersebut. Hal ini dilatarbelakangi oleh adanya motif transaksi kepemilikan saham syariah yang secara akad termasuk dalam skema *Musyarakah (share-investment)* yang secara umum dimaknai sebagai format investasi yang mengharapkan imbal hasil investasi berupa dividen atas usaha yang dimodali tersebut. Fakta penelitian ini relevan dengan penelitian Budagaga (2021) yang menunjukkan bahwa Teori Relevan terjadi pada penelitian tentang nilai saham perbankan syariah yang terdapat di negara-negara Timur Tengah.

Dari penelitian ini juga diketahui bahwa *corporate governance* secara langsung mempengaruhi terhadap nilai perusahaan. Bagi perusahaan yang akan berupaya meningkatkan nilai perusahaan maka dapat melaksanakan pengelolaan GCG yang semakin bagus dengan berpedoman pada prinsip: transparansi, akuntabilitas, responsibilitas, independensi dan keadilan. Tatakelola perusahaan

yang baik akan mencerminkan tingkat profesionalitas pengelolaan perusahaan yang bagus dan jauh dari *conflict of interest* manajemennya serta memastikan hak-hak para pemangku kepentingan terpenuhi secara berkeadilan sehingga hal tersebut dipersepsikan secara positif oleh pasar yang berujung pada nilai perusahaan yang semakin meningkat. Hasil penelitian ini juga relevan dengan penelitian sebelumnya (Chakroun et al., 2020; Jain & Raithatha, 2021). Secara empiris penelitian ini memperkuat argumentasi bahwa tata kelola perusahaan yang semakin bagus akan mempengaruhi nilai perusahaan menjadi semakin meningkat.

Penelitian ini juga menghasilkan temuan bahwa *charity action* yang diwakili oleh kegiatan penyaluran *corporate social responsibility* (CSR) memiliki pengaruh yang positif terhadap peningkatan nilai perusahaan. Perusahaan yang secara konsisten membagikan dana CSR kepada lingkungan social dimaknai oleh pasar sebagai perusahaan yang sudah melampaui orientasi komersial perusahaan tersebut tentang profitabilitas. Perusahaan seperti ini dinilai telah mampu berbagi dan mempedulikan stakeholder eksternalnya dengan baik sehingga dipersepsikan bahwa kepentingan stakeholder internal (karyawan, pemegang saham, konsumen) telah terpenuhi lebih dahulu. Hal ini yang menjadikan pelaksanaan tindakan kedermawanan memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Perusahaan yang mengharapkan peningkatan nilai saham dapat memaksimalkan penyaluran CSR secara tepat dan mempublikasikan kegiatan tersebut sehingga dapat direspon positif oleh pasar yang selanjutnya akan mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil penelitian ini juga relevan dengan penelitian sebelumnya (Kim & Kim, 2021; Sheikh, 2020). Fakta penelitian yang telah dibuktikan secara empiris menunjukkan

adanya bukti ilmiah bahwa tindakan kedermawanan yang dilakukan perusahaan akan memberikan pengaruh positif bagi nilai perusahaan.

Temuan yang menarik dalam penelitian ini adalah variabel *Corporate Governance* secara efektif mampu memperkuat pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan maupun pengaruh *charity action* terhadap nilai perusahaan. Kebijakan pembagian dividen akan semakin kuat mempengaruhi nilai perusahaan, apabila perusahaan tersebut memiliki pengelolaan GCG yang baik. Demikian halnya untuk tindakan kedermawanan suatu perusahaan akan memberikan pengaruh yang semakin kuat terhadap nilai perusahaan apabila perusahaan tersebut memiliki pengelolaan GCG yang baik. Penelitian ini memberikan suatu hasil temuan yang baru dengan basis fakta empiris yang menyimpulkan bahwa tata kelola perusahaan yang semakin bagus akan memperkuat pengaruh kebijakan dividen dan tindakan kedermawanan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian dapat diketahui bahwa *corporate governance* memiliki efektivitas sebagai variabel yang memperkuat pengaruh kebijakan dividen dan tindakan kedermawanan dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Perusahaan yang menginginkan peningkatan nilai perusahaan melalui kebijakan dividen dan tindakan kedermawanan perlu memastikan bahwa perusahaan tersebut telah memiliki tatakelola yang bagus agar dua faktor tersebut semakin kuat mempengaruhi nilai perusahaan.

Untuk itu menjadi penting bagi para pelaku bisnis dan manajemen perusahaan agar senantiasa memperhatikan kebijakan dividen, pengelolaan GCG dan tindakan kedermawanan melalui CSR, sehingga dapat meningkatkan nilai

perusahaan tersebut. Bagi pemegang saham dan calon investor yang ingin membeli saham perusahaan juga dapat menjadikan variabel kebijakan dividen, pengelolaan GCG dan penyaluran kedermawanan CSR sebagai faktor-faktor yang dapat digunakan untuk memprediksi nilai saham perusahaan di masa depan.

Hasil penelitian ini juga mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Vira (2019) yang menunjukkan bahwa kualitas GCG dapat memperkuat pengaruh pengungkapan CSR terhadap Nilai Perusahaan. Namun memiliki kesimpulan yang berbeda terkait pengaruh negatif pengungkapan CSR terhadap nilai perusahaan di bidang pertambangan yang terdaftar di BEI pada periode 2013-2017. Pada penelitian tahun 2019 ini masih dipertanyakan tentang motivasi penyaluran CSR yang dipublikasikan dianggap sebagai alasan perusahaan untuk sekedar meningkatkan *corporate image* atau bahkan *lip-service* untuk menutupi kinerja keuangan yang sebenarnya buruk. Permasalahan ini kemudian terjawab oleh penelitian ini bahwa motivasi perusahaan yang konsisten menyalurkan CSR baik pada masa pandemi atau sebelumnya merupakan cerminan dari profitabilitas yang baik oleh perusahaan tersebut dan dorongan motivasi berbagi untuk keberlanjutan perusahaan di masa depan. Dalam pemilihan sampel penelitian, telah dipersyaratkan bahwa perusahaan memiliki profitabilitas positif minimal 3 tahun dan menyalurkan dana CSR secara konsisten minimal selama 3 tahun.

BAB V

KESIMPULAN

5.1 Kesimpulan

5.1.1 Masalah Penelitian

Permasalahan penelitian untuk merumuskan variabel-variabel prediktif yang dapat digunakan untuk memproyeksikan nilai perusahaan di bursa telah terjawab secara jelas melalui hasil penelitian ini. Pembahasan tentang kontroversi relasi antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan serta adanya kebutuhan untuk adanya variabel yang mampu memprediksi nilai perusahaan dapat dipenuhi dengan adanya hasil dari penelitian ini yang menyatakan bahwa kebijakan pembagian dividen, tata kelola perusahaan dan tindakan kedermawanan masing-masing memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap nilai perusahaan bagi peserta Jakarta Islamic Index pada kurun waktu 2017-2021. Penelitian ini juga menemukan bahwa tata kelola perusahaan memiliki peran moderasi dalam memperkuat pengaruh *dividend policy* dan *charity action* terhadap *corporate value*.

5.1.2 Simpulan Hipotesis

Dari 5 (lima) hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini, diperoleh hasil analisis bahwa keseluruhan hipotesis tersebut diterima dan valid, yaitu:

1. H1 yang menyatakan kebijakan dividen memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan diterima.

2. H2 yang menyatakan pengaruh positif kebijakan dividen akan semakin kuat terhadap nilai perusahaan apabila perusahaan tersebut memiliki *corporate governance* yang baik diterima.
3. H3 yang menyatakan *corporate governance* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan diterima.
4. H4 yang menyatakan tindakan kedermawanan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap nilai perusahaan diterima.
5. H5 yang menyatakan pengaruh positif tindakan kedermawanan akan semakin kuat terhadap nilai perusahaan apabila perusahaan tersebut memiliki *corporate governance* yang baik diterima.

Dengan diterimanya seluruh hipotesis tersebut maka penelitian ini mendapatkan justifikasi ilmiah bahwa semakin baik *dividend policy*, *corporate governance*, dan *charity action* secara langsung akan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian ini juga menemukan bahwa *corporate governance* menjadi variabel moderasi yang memperkuat pengaruh *dividend policy* dan *charity action* terhadap *corporate value*. Hal ini berarti bahwa model penelitian yang diajukan dalam kajian ini secara efektif mampu mewakili pengaruh variabel tersebut dengan koefisien positif sebagaimana hipotesis awal. Temuan dalam penelitian ini secara jelas mendukung *Relevant Theory* dalam bidang kajian dividen terhadap nilai perusahaan maupun penelitian terhadap pengaruh *corporate governance* dan *charity action* terhadap *corporate value* sebagaimana beberapa penelitian sebelumnya.

5.2 Implikasi Teoritis

Kontribusi penelitian ini memberikan implikasi teoritis terhadap *Relevant Theory* tentang relasi kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan yang berpengaruh secara positif. Penelitian ini memperkuat sejumlah penelitian sebelumnya yang mengindikasikan bahwa *corporate governance* juga menjadi faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan sebagaimana penelitian Chakroun et al., 2020; Jain & Raithatha, 2021. Sedangkan untuk pengaruh positif variabel *charity action* terhadap nilai perusahaan yang menjadi salah satu temuan dari penelitian ini juga telah memperkuat hasil penelitian sebelumnya dari Kim & Kim, (2021; dan Sheikh, (2020).

Temuan baru dalam penelitian ini secara teoritis adalah yang terkait dengan peran moderasi *corporate governance* dalam memperkuat pengaruh kebijakan dividen dan tindakan kedermawanan terhadap nilai perusahaan. Secara konseptual, perusahaan dengan tata kelola perusahaan yang bagus akan memperkuat relasi kebijakan dividen dalam meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini linear dengan peran moderasi tata kelola perusahaan yang juga dapat memperkuat pengaruh tindakan kedermawanan terhadap nilai perusahaan.

Fakta spesifik yang ditemukan dalam penelitian ini adalah terkait dengan fenomena Teori Relevansi yang terjadi untuk saham islami. Pada penelitian ini terlihat bahwa motif pemegang saham yang memiliki saham-saham dari perusahaan yang terdaftar pada JII dipengaruhi oleh motivasi mendapatkan imbal hasil investasi (*dividend*) daripada dipengaruhi keinginan untuk mendapatkan *capital gain* dari transaksional saham di bursa. Kondisi ini menunjukkan bahwa

kepemilikan saham islami yang terjadi pada JII memiliki relevansi dengan motif transaksi *Musyarakah* dalam kepemilikan saham yang didominasi keinginan untuk mendapatkan hasil dividen sebagai imbal-hasil investasi.

5.3 Implikasi Manajerial

Secara manajerial, penelitian ini memberikan kontribusi yang besar bagi manajemen perusahaan terutama bagi emiten saham agar dapat mengutamakan peningkatan kebijakan pembagian dividen, tata kelola perusahaan yang baik serta tindakan kedermawanan melalui CSR yang dapat digunakan untuk meningkatkan nilai saham perusahaan. Dengan hasil penelitian ini maka para manager perusahaan dapat memberikan perhatian yang optimal bagi peningkatan tata kelola perusahaan dengan merujuk pada standar dan kaidah pelaksanaan GCG minimal sebagaimana diatur dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No.21/POJK.04/2015 tentang Pedoman Penerapan Tata Kelola Perusahaan Terbuka. Pelaksanaan GCG yang bagus juga akan memoderasi semakin kuat pengaruh kebijakan dividen dan tindakan kedermawanan terhadap naiknya nilai saham di masa depan.

Untuk para pemegang saham (*shareholders*) perusahaan yang memiliki kepentingan agar nilai sahamnya meningkat juga dapat memperhatikan pentingnya kebijakan pembagian dividen yang secara formal diputuskan dalam Rapat Umum Pemegang Saham. Perusahaan yang membagikan dividen dalam porsi yang besar dan dilaksanakan secara konsisten memiliki kemungkinan kenaikan nilai saham yang semakin meningkat. Sedangkan bagi calon investor yang akan membeli saham perusahaan anggota Jakarta Islamic Index atau saham lainnya yang sejenis maka

dapat menggunakan 3 (tiga) variabel independent penelitian ini sebagai parameter prediktif menentukan nilai saham perusahaan di masa depan.

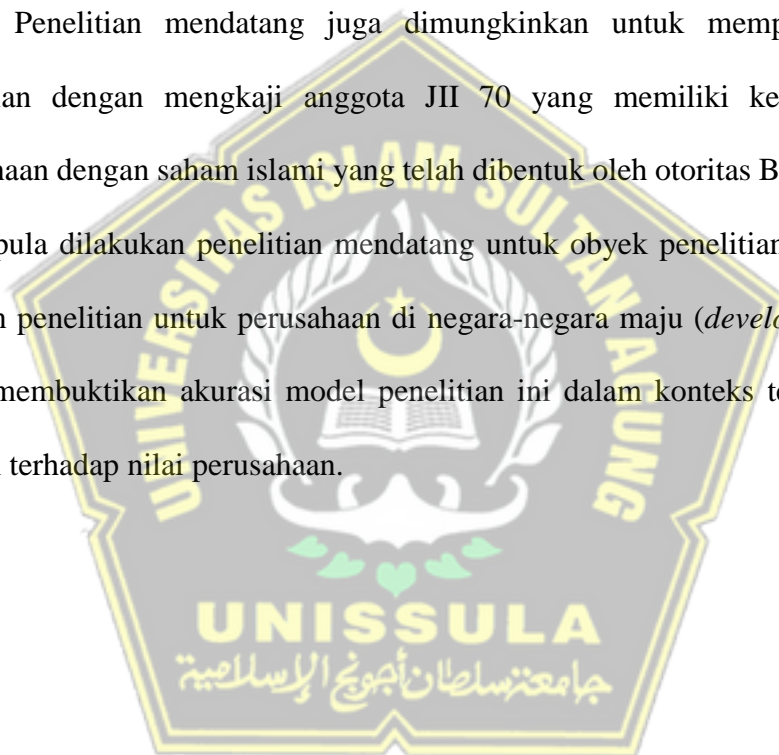
5.4 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki keterbatasan berupa jumlah sampel yang terbatas dan belum sepenuhnya meliputi keseluruhan sektor industri/ekonomi. Perusahaan di sektor keuangan dan sektor perdagangan belum menjadi bagian dari sampel penelitian karena terkait dengan pemenuhan kriteria sampel penelitian. Nilai *R-square* dalam model penelitian ini sebesar 23,35% yang mengindikasikan masih adanya peluang untuk menambahkan banyak variabel lain yang belum diteliti agar dapat memperkaya model prediktif nilai perusahaan. Penelitian ini juga masih terbatas bagi anggota JII yang mayoritas memiliki kualitas GCG yang unggul, sehingga dimungkinkan apabila dilakukan penelitian yang lebih luas termasuk meliputi perusahaan-perusahaan dengan kualitas penerapan GCG yang masih rendah.

5.5 Agenda Penelitian Mendatang

Penelitian di masa depan yang dapat ditindaklanjuti oleh peneliti berikutnya adalah penggunaan variabel-variabel independent lainnya yang beragam dan mudah diakses oleh publik sebagai penyempurnaan faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan. Dari hasil analisis regresi, terlihat bahwa nilai *r-square* masih relatif kecil sehingga dimungkinkan penambahan variabel-variabel yang bersifat *manageable* (yang dapat dikelola) lain sebagai variabel independent tambahan

untuk pengkayaan model penelitian mendatang. Penelitian berikutnya juga dapat menguji kembali sejumlah variabel moderasi maupun mediasi dalam relasi antara variabel independent dengan nilai perusahaan. Penelitian empiris berikutnya yang terkait dengan pengkayaan *tools indicator* yang dapat digunakan dalam analisis pada Index JII sebagai parameter saham-saham syariah di Indonesia harus semakin ditingkatkan untuk mengimbangi peningkatan jumlah investor baru di bursa saham islami. Penelitian mendatang juga dimungkinkan untuk memperluas obyek penelitian dengan mengkaji anggota JII 70 yang memiliki keanggotaan 70 perusahaan dengan saham islami yang telah dibentuk oleh otoritas BEI sejak 2019. Dapat pula dilakukan penelitian mendatang untuk obyek penelitian lintas negara ataupun penelitian untuk perusahaan di negara-negara maju (*developing country*) untuk membuktikan akurasi model penelitian ini dalam konteks teori kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.



DAFTAR PUSTAKA

- Al-Ajmi, & Hussain. (2011). Corporate dividends decisions: evidence from Saudi Arabia. *The Journal of Risk Finance*, 45–63.
- Baker, H. K., Dewasiri, N. J., Premaratne, S. P., & Yatiwelle Koralalage, W. (2020). Corporate governance and dividend policy in Sri Lankan firms: a data triangulation approach. *Qualitative Research in Financial Markets*, 12(4), 543–560. <https://doi.org/10.1108/QRFM-11-2019-0134>
- Baker, H. K., & Powell, G. E. (2000). Determinants of Corporate Dividend Policy : A Survey of NYSE Firms. *Financial Practice & Education*, 10(1), 29–41.
- Ben Fatma, H., & Chouaibi, J. (2021). Corporate governance and firm value: a study on European financial institutions. *International Journal of Productivity and Performance Management*. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-05-2021-0306>
- Black, F., & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics*, 1(1), 1–22. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(74\)90006-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(74)90006-3)
- Brennan, M. J. (1970). Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy. *National Tax Journal*, 23(4), 417–427.
- Budagaga, A. (2017). International Journal of Economics and Financial Issues Dividend Payment and its Impact on the Value of Firms Listed on Istanbul Stock Exchange: A Residual Income Approach. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(2), 370. <http://www.econjournals.com>
- Budagaga, A. R. (2020). Determinants of banks' dividend payment decisions: evidence from MENA countries. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 13(5), 847–871. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-09-2019-0404>
- Budagaga, A. R. (2022). The validity of the irrelevant theory in Middle East and North African markets: conventional banks versus Islamic banks. *Journal of Financial Economic Policy*, 14(4), 491–514. <https://doi.org/10.1108/JFEP-06-2021-0148>
- Chakroun, S., Salhi, B., Ben Amar, A., & Jarboui, A. (2020). The impact of ISO 26000 social responsibility standard adoption on firm financial performance: Evidence from France. *Management Research Review*, 43(5), 545–571. <https://doi.org/10.1108/MRR-02-2019-0054>
- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62–82. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.06.006>

- Dennis, S. A., & Smith, W. S. (2014). Dividend irrelevance and firm control. In *Research in Finance* (Vol. 30). Emerald Group Publishing Limited. <https://doi.org/10.1108/S0196-382120140000030010>
- Ebaid, I. E. S. (2022). Corporate governance mechanisms and corporate social responsibility disclosure: evidence from an emerging market. *Journal of Global Responsibility*. <https://doi.org/10.1108/JGR-12-2021-0105>
- Elmagrhi, M. H., Ntim, C. G., Crossley, R. M., Malagila, J. K., Fosu, S., & Vu, T. V. (2017). Corporate governance and dividend pay-out policy in UK listed SMEs: The effects of corporate board characteristics. *International Journal of Accounting and Information Management*, 25(4), 459–483. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-02-2017-0020>
- Frankfurter, G. M., & Wood, B. G. (2002). Dividend policy theories and their empirical tests. *International Review of Financial Analysis*, 11(2), 111–138. [https://doi.org/10.1016/S1057-5219\(02\)00071-6](https://doi.org/10.1016/S1057-5219(02)00071-6)
- Ghozali, Imam, & Ratmono, D. (2017). *Analisis Multivariat dan Ekonometrika dengan Eviews 10*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Godos-Díez, J.-L., Cabeza-García, L., & Fernández-González, C. (2018). Relationship between Corporate Social Responsibility (CSR) and Internationalisation Strategies: A Descriptive Study in the Spanish Context. *Administrative Sciences*, 8(4), 57. <https://doi.org/10.3390/admsci8040057>
- Gordon, M. (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *Journal of Finance*, 264–272.
- Greene, W. W. H. . (2012). *Econometric analysis 7th Ed.* In *Prentice Hall* (Vol. 97).
- Gregory, A., Tharyan, R., & Whittaker, J. (2014). Corporate Social Responsibility and Firm Value: Disaggregating the Effects on Cash Flow, Risk and Growth. *Journal of Business Ethics*, 124(4), 633–657.
- Hair, J. F. (1992). *Multivariate data analysis : with readings*. New York : Macmillan ; Toronto : Maxwell Macmillan Canada ; New York : Maxwell Macmillan International,.
- Hauser, R., & Thornton, J. H. (2017). Dividend policy and corporate valuation. *Managerial Finance*, 43(6), 663–678. <https://doi.org/10.1108/MF-05-2015-0157>
- Hsiao, C. (2003). *Analysis of Panel Data* (3rd ed.). Cambridge University Press.
- Jain, S., & Raithatha, M. (2021). Risk disclosures and firm value: the role of governance in an emerging market. *International Journal of Productivity and Performance Management*. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-09-2020-0476>

- Javaid, S., & Al-Malkawi, H. A. N. (2018). Corporate social responsibility and financial performance in Saudi Arabia: Evidence from Zakat contribution. *Managerial Finance*, 44(6), 648–664. <https://doi.org/10.1108/MF-12-2016-0366>
- Jitmaneroj, B. (2018). A latent variabel analysis of corporate social responsibility and firm value. *Managerial Finance*, 44(4), 478–494. <https://doi.org/10.1108/MF-08-2017-0303>
- John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium. *The Journal of Finance*, 40(4), 1053–1070.
- Kamal, Y. (2021). Stakeholders expectations for CSR-related corporate governance disclosure: evidence from a developing country. *Asian Review of Accounting*, 29(2), 97–127. <https://doi.org/10.1108/ARA-04-2020-0052>
- Karim, S., & Ilyas, M. (2021). Foreign institutional investors and the contribution of cash and dividend to firm's value. *Managerial Finance*, 47(3), 310–325. <https://doi.org/10.1108/MF-11-2019-0568>
- Kim, S. Il, & Kim, K. T. (2021). The differentiated CSR activities and corporate value. *Asian Review of Accounting*, 29(1), 19–41. <https://doi.org/10.1108/ARA-05-2020-0067>
- Kusi, B. A., Gyeke-Dako, A., Agbloyor, E. K., & Darku, A. B. (2018). Does corporate governance structures promote shareholders or stakeholders value maximization? Evidence from African banks. *Corporate Governance (Bingley)*, 18(2), 270–288. <https://doi.org/10.1108/CG-09-2016-0177>
- La Rocca, M. (2007). The influence of corporate governance on the relation between capital structure and value. *Corporate Governance*, 7(3), 312–325. <https://doi.org/10.1108/14720700710756580>
- Lee, S., Singal, M., & Kang, K. H. (2013). The corporate social responsibility-financial performance link in the U.S. restaurant industry: Do economic conditions matter? *International Journal of Hospitality Management*, 32(1), 2–10. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2012.03.007>
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433.
- Monks, R., & Minow. (2003). *Corporate Governance* (3rd Editio). Blackwell Publishing.
- Pour, & Ghanbari. (2017). The impact of innovation strategy on environmental, social and financial performances. *Journal of Economic & Management Perspectives*, 11(4), 1479–1487.
- Profilet, & Kyle. (2013). *Dividend policy and stock price volatility in the US equity capital market*.

- Rajverma, A. K., Misra, A. K., Mohapatra, S., & Chandra, A. (2019). Impact of ownership structure and dividend on firm performance and firm risk. *Managerial Finance*, 45(8), 1041–1061. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2018-0443>
- Rashid, K., & Islam, S. M. N. (2013). Corporate governance, complementarities and the value of a firm in an emerging market: The effect of market imperfections. *Corporate Governance (Bingley)*, 13(1), 70–87. <https://doi.org/10.1108/14720701311302422>
- Sari, D. K., Utama, S., & Rossieta, H. (2017). Tax Avoidance, Related Party Transactions, Corporate Governance And The Corporate Cash Dividend Policy. *Journal of Indonesian Economy and Business*, 32(3), 190–208.
- Shaw, & John. (2003). *Corporate Governance and Risk: A System Approach*. John Wiley & Sons, Inc, New Jersey.
- Sheikh, S. (2020). CEO inside debt and corporate social responsibility. *International Journal of Managerial Finance*, 16(4), 525–546. <https://doi.org/10.1108/IJMF-10-2019-0397>
- Siagian, Siregar, & Rahadian. (2013). Corporate governance, reporting quality, and firm value: Evidence from Indonesia. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 3(1), 4–20.
- Singarimbun, Masri, S. E. (2008). *Metode Penelitian Survei*. LP3ES.
- Suhadak, Kurniaty, Handayani, S. R., & Rahayu, S. M. (2019). Stock return and financial performance as moderation variabel in influence of good corporate governance towards corporate value. *Asian Journal of Accounting Research*, 4(1), 18–34. <https://doi.org/10.1108/AJAR-07-2018-0021>
- Yusof, Y., & Ismail, S. (2016). Determinants of dividend policy of public listed companies in Malaysia. *Review of International Business and Strategy*, 26(1), 88–99. <https://doi.org/10.1108/RIBS-02-2014-0030>
- Vira, A. N., & Wirakusuma, M. G. (2019). Pengaruh pengungkapan corporate social responsibility pada nilai perusahaan dengan good corporate governance sebagai pemoderasi. *E-Jurnal Akuntansi*, 26(2), 1299–1326.