

# Pengaruh *Leverage* dan Profitabilitas terhadap Volatilitas Harga Saham dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening Sebelum dan Selama Covid-19

Kadek Mikra Anila W<sup>1\*</sup>, Titik Inayati<sup>2</sup>, Fatia Fatimah<sup>3</sup>

Magister Manajemen Bidang Minat Keuangan, Universitas Terbuka, Indonesia

<sup>1)</sup>[530059788@ecampus.ut.ac.id](mailto:530059788@ecampus.ut.ac.id), <sup>2)</sup>[titikinayati@gmail.com](mailto:titikinayati@gmail.com), <sup>3)</sup>[fatia@ecampus.ut.ac.id](mailto:fatia@ecampus.ut.ac.id)

\*Corresponding Author

Diajukan : 7 Februari 2023

Disetujui : 20 Februari 2023

Dipublikasi : 1 Juli 2023

## ABSTRACT

*During the Covid-19 pandemic, business conditions around the world were very unstable. Various business sectors are experiencing difficulties due to social distancing regulations, supply chain pressures, economic instability, and so on. Therefore this study reviews the effect of financial performance (leverage and profitability) on stock price volatility with dividend policy as an intervening variable. This research is focused on seeing the impact of the pandemic on the business world and the management's response to all these uncertainties. The population in this study are LQ45 companies listed on the Indonesia Stock Exchange in the 2018 - 2020 period, so there are 45 companies in the population. These samples were taken using a purposive sampling method. The results of this study indicate that leverage has a direct effect on dividend policy and stock price volatility. The leverage variable also has an indirect effect on stock price volatility through dividend policy. However, profitability does not have a direct or indirect effect on stock price volatility and dividend policy. Based on the Sobel test, it was known that Covid-19 has no effect on the value of leverage, dividend policy and stock price volatility, except profitability.*

**Keywords:** Covid 19; Dividend Policy; Leverage Ratio; Profitability Ratio; Stock Price Volatility.

## PENDAHULUAN

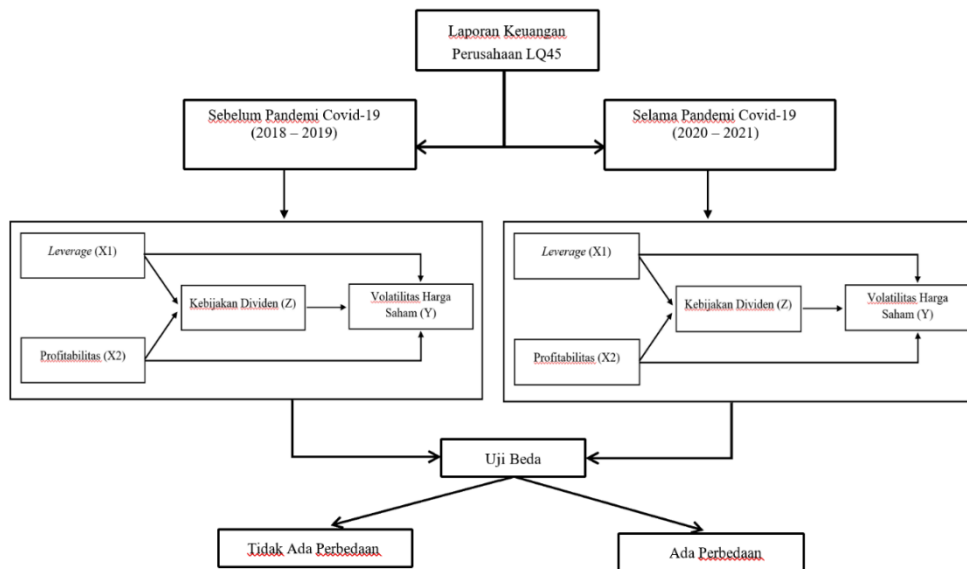
Berawal dari kota Wuhan, tepatnya di China, pada akhir Desember 2019 lalu, varian baru virus Covid-19 dengan cepat menyebar ke berbagai penjuru dunia. Tucker (2020) menyatakan bahwa dampak pandemi Covid-19 di seluruh dunia begitu parah baik dari segi kehidupan manusia maupun dampak finansial, sehingga banyak perusahaan dan merek ternama di seluruh dunia mengalami kebangkrutan. Pandemi Covid-19 juga mengubah tatanan dan pola kegiatan di berbagai sektor publik dan dunia usaha, termasuk bursa efek global, khususnya Bursa Efek Indonesia (BEI). BEI dapat dikatakan sebagai tempat yang sangat sensitif dengan berbagai informasi, baik permasalahan internal perusahaan, industri, ekonomi maupun permasalahan sosial politik lainnya (Indarti, 2012). Berbagai kebijakan yang dibuat pemerintah Indonesia juga berdampak pada indeks LQ45 yang terkenal sebagai perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi dan kapitalisasi pasar yang besar. Secara teoritis, perusahaan dengan riwayat kinerja keuangan yang baik akan memiliki cadangan kas yang cukup dan strategi keuangan yang baik dalam menghadapi segala ketidakpastian. Namun hal tersebut tidak terjadi di tahun 2020, Tabel 1 adalah daftar beberapa saham LQ45 yang nilainya menurun drastis pada harga penutupan 4 Mei 2020.

Tabel 1. Kondisi Penurunan Nilai Saham LQ45

No	Kode	Nama Perusahaan	Dampak
1	WSKT	PT Waskita Karya Tbk	↓ 62.63%
2	BRPT	PT Barito Pacific Tbk	↓ 62,25%
3	PGAS	PT Perusahaan Gas Negara Tbk	↓ 60,6%
4	PTPP	PT PP PerseroTbk	↓ 57,1%
5	AKRA	PT AKR Corporindo Tbk	↓ 59,96%
6	LPPF	PT Matahari Department Store	↓ 56,29%
7	ADRO	PT Adaro Energy Tbk	↓ 53,38%
8	ANTM	PT Aneka Tambang Tbk	↓ 50,48%
9	EXCL	PT XL Axiata Tbk	↓ 50,00%

Sumber : [cnbcindonesia.com](http://cnbcindonesia.com)

Penurunan signifikan nilai saham LQ45 menjadi topik yang cukup menarik untuk diteliti lebih jauh. Hal ini dikarenakan ketika nilai saham menurun tentu ada beberapa faktor penyebab salah satunya adalah kondisi keuangan perusahaan yang dianggap menurun di mata para investor. Beberapa penelitian terdahulu dalam menilai kondisi keuangan menggunakan berbagai rasio keuangan diantaranya *leverage* dan profitabilitas. Berbeda dengan Priana & Muliarta (2017) dan Ahmad et al., (2018), penelitian ini lebih memilih menggunakan *time interest earned* yang dalam menilai *leverage* dibandingkan rasio utang terhadap ekuitas ataupun rasio utang terhadap asset. Hal ini dikarenakan, *time interest earned* akan dapat menilai bagaimana perusahaan masih dapat membayar hutang mereka ketika mengalami penurunan pendapatan yang mempengaruhi ketersediaan kas perusahaan.



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

Selain kurangnya konsistensi dari berbagai penelitian terdahulu, Gambar 1 menunjukkan bahwa penelitian ini juga akan mengkaji lebih jauh perubahan kondisi perusahaan sebelum dan selama pandemi melalui uji beda. Beberapa peneliti terdahulu telah melakukan uji beda terhadap kondisi perusahaan di masa pandemi, seperti Fatimah et al., (2021) dan Violandani, (2021). Namun terdapat perbedaan hasil penelitian meskipun rasio kinerja keuangan yang digunakan relatif sama. Penelitian ini merupakan gabungan antara penelitian yang dilakukan oleh Lapijan & Dewi (2018), Priana & Muliarta (2017) dan Fatimah et al., (2021) dengan hasil penelitian berbeda terkait pengaruh kinerja keuangan, kebijakan dividen, dan harga saham. Penelitian yang dilakukan Fatimah et al., (2021) juga menjadi sumber acuan dalam melakukan uji beda nilai variabel sebelum dan selama Covid-19. Penelitian yang dilakukan oleh Khafid & Nurlaili (2017) juga akan membantu memperkaya penelitian ini dengan mengkaji lebih jauh pengaruh langsung dan tidak langsung dari semua variabel yang diteliti.

## STUDI LITERATUR

### Hubungan antara *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen

Rasio *leverage* melalui *time interest earned* secara tidak langsung dapat memberikan informasi tentang seberapa banyak perusahaan mengandalkan hutang sebagai modal usaha, dan seberapa banyak beban bunga yang harus dilunasi perusahaan. Ketika perusahaan memiliki hutang yang semakin tinggi kepada pihak kreditur misalnya bank, maka beban bunga dan angsuran pokok pinjaman yang dibayarkan juga semakin tinggi Annisa (2017). Hal ini menurut Lopian & Dewi (2018) akan mempengaruhi ketersediaan kas perusahaan yang digunakan untuk pembayaran dividen. Semakin tinggi TIE semakin rendah nilai dividen yang dibagikan.

H1 : Terdapat pengaruh langsung *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan LQ45 sebelum dan selama pandemi Covid-19

### Hubungan antara Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Rasio profitabilitas dalam hal ini *Return on Equity* (ROE) menilai kemampuan modal investasi para pemegang saham dalam menghasilkan laba. Jika dikaitkan dengan teori, profitabilitas tinggi mengindikasikan perusahaan dalam kondisi yang untung dan pastinya akan berpengaruh pada meningkatnya nilai dividen yang diberikan manajemen. Oleh karena itu semakin tinggi perusahaan melaporkan laba mereka, maka akan mengindikasikan semakin lancar juga kemampuan pembayaran dividen kepada para investor (Lestari et al., 2017).

H2 : Terdapat pengaruh langsung Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan LQ45 sebelum dan selama pandemi Covid-19.

### Hubungan antara Kebijakan Dividen terhadap Volatilitas Harga Saham

Jannah & Haridhi (2016) berpendapat bahwa dividend payout ratio (DPR) dan volatilitas harga saham saling berpengaruh namun secara negatif. Artinya ketika nilai DPR suatu perusahaan semakin tinggi maka volatilitas harga saham perusahaan akan relatif stabil. Kedua variabel yang berhubungan ini diperkuat dengan pernyataan signalling theory yang menyatakan bahwa keputusan pembagian dividen tunai akan selalu menimbulkan reaksi penurunan atau peningkatan harga saham karena kandungan informasi yang dimilikinya.

H3 : Terdapat pengaruh langsung Kebijakan Dividen terhadap Volatilitas Harga Saham Perusahaan LQ45 sebelum dan selama pandemi Covid-19

### Hubungan antara *Leverage* terhadap Volatilitas Harga Saham

Priana & Muliarta (2017) berpendapat bahwa rasio *leverage* memiliki pengaruh secara negatif terhadap volatilitas harga saham. Hal ini cukup beralasan karena nilai *leverage* dapat mencerminkan nilai hutang perusahaan. Ketika nilai hutang besar maka beban perusahaan ini akan menimbulkan resiko kredit yang cukup berisiko pada keberlangsungan perusahaan. Oleh karenanya investor akan menilai prospek perusahaan rendah sehingga berpengaruh pada kondisi harga saham perusahaan itu sendiri.

H4 : Terdapat pengaruh langsung *Leverage* terhadap Volatilitas Harga Saham Perusahaan LQ45 sebelum dan selama pandemi Covid-19

### Hubungan antara Profitabilitas terhadap Volatilitas Harga Saham

Santioso et al., (2019) berpendapat bahwa perolehan laba tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap volatilitas harga saham namun lebih dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Sehingga dengan kata lain meskipun terjadi fluktuasi pada laba perusahaan, selama perusahaan masih bisa menjamin kesejahteraan stakeholder maka investor akan menilai positif perusahaan tersebut dan tidak mempengaruhi harga sahamnya. Penetapan hipotesis ini berdasarkan pada penelitian yang dilakukan oleh Ilmiyono (2017) dan Estuti & Hendrayanti (2020) menyatakan bahwa tidak ada pengaruh antara rasio profitabilitas terhadap volatilitas harga saham.

H5 : Tidak terdapat pengaruh langsung Profitabilitas terhadap Volatilitas Harga Saham Perusahaan LQ45 sebelum dan selama pandemi Covid-19

### Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening

*Leverage* menggambarkan kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban jangka pendeknya. Ketika perusahaan memiliki *leverage* yang tinggi, maka menunjukkan ada banyaknya kewajiban yang harus dilunasi sehingga mempengaruhi proporsi jumlah dividen yang akan dibagikan kepada investor. Sedangkan semua kebijakan dividen perusahaan akan direspon oleh para pemegang saham dengan asumsi apakah perusahaan ini memberikan keuntungan untuk

setiap dana yang mereka investasikan. Hal ini sejalan dengan *signalling theory* bahwa kebijakan dividen perusahaan memiliki informasi yang akan menimbulkan berbagai reaksi dari harga perusahaan itu sendiri.

H6 : *Leverage* berpengaruh tidak langsung terhadap Volatilitas Harga Saham perusahaan LQ45 melalui Kebijakan Dividen sebelum dan selama pandemi Covid-19

Penelitian yang dilakukan oleh Tahu & Susilo (2017) menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh yang erat kaitannya dengan laba yang dijadikan dasar dalam keputusan pembagian dividen perusahaan. Kebijakan dividen yang baik selanjutnya akan mengurangi ketidakstabilan pengembalian yang diperoleh investor sehingga akan meningkatkan kepercayaan mereka kepada perusahaan, sehingga volatilitas harga saham akan berkurang.

H7 : Profitabilitas berpengaruh tidak langsung terhadap volatilitas harga saham perusahaan LQ45 melalui kebijakan dividen sebelum dan selama pandemi Covid-19

### Dampak Covid-19 terhadap Perusahaan LQ45

Dalam menghadapi virus Covid-19, dunia bisnis termasuk usaha yang dijalankan perusahaan LQ45 mengalami ketidakpastian dengan resiko pailit yang tinggi. Kondisi harga saham yang menurun pada beberapa pasar saham dunia, membuat perusahaan harus mengubah strategi mereka sebagai bentuk perubahan kondisi keuangan selama pandemi. Beberapa hal yang dilakukan diantaranya adalah kebijakan hutang dan kebijakan dividen. Beberapa perusahaan mengambil langkah untuk meningkatkan jumlah dividen yang dibagikan guna memberikan sinyal kepada para investor bahwa perusahaan masih memiliki prospek yang baik di masa pandemi (Shella et al., 2020). Penelitian yang dilakukan oleh Burhanudin et al., (2022) juga menyatakan bahwa kebijakan hutang yang dilakukan perusahaan pada masa pandemi memiliki perbedaan dengan sebelum pandemi meskipun tidak terlalu signifikan. Hal ini dikarenakan banyak perusahaan justru lebih berhati – berhati dalam melakukan kebijakan hutang, karena hutang yang semakin meningkat akan mempengaruhi jumlah beban yang akan ditanggung oleh perusahaan. Segala kondisi perusahaan yang tidak pasti tentu akan sangat berpengaruh pada harga saham perusahaan. Semakin tinggi ketidakpastian maka semakin tinggi juga volatilitas harga sahamnya.

H8 : Terdapat perbedaan *leverage*, profitabilitas, kebijakan dividen, dan volatilitas harga saham sebelum dan selama Covid-19

### METODE

Metode utama yang digunakan dalam pengumpulan data adalah metode dokumentasi yaitu peneliti mengumpulkan informasi atau data – data dari laporan keuangan tahunan perusahaan yang dapat diakses melalui [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). Data volatilitas harga saham diperoleh dari data harga saham tertinggi dan terendah yang berada pada laporan statistik harga saham tahunan di Bursa Efek Indonesia (BEI). Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan LQ45 yang terdaftar di BEI tahun 2018-2021 dan untuk pemilihan sampel menggunakan teknik *purposive sampling*. Berdasarkan metode ini, populasi yang semula berjumlah 45 menjadi 31 perusahaan yang akan diteliti. Penelitian ini menguji 31 sampel dengan jangka waktu 4 tahun, sehingga jumlah data yang diuji adalah 124. Pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan aplikasi *eviews* untuk pengujian statistik deskriptif, pemilihan metode estimasi, uji asumsi klasik, uji F, uji T, dan uji beda seperti *Paired Sample t-Test* dan *Wilcoxon Signed Rank Test*. Uji beda ini dilakukan dengan dasar data – data penelitian 2018–2019 merupakan kategori sebelum pandemi dan 2020–2021 merupakan kategori setelah pandemi Covid-19. Penelitian ini juga menggunakan Sobel Test untuk menilai peran kebijakan dividen sebagai variabel intervening. Berikut adalah persamaan yang digunakan dalam penelitian ini, dimana DPR mengacu pada *Dividend Payout Ratio*, TIE untuk *Time Interest Earned*, ROE untuk *Return on Equity*, dan PriceVol untuk Volatilitas Harga Saham.

$$\text{PriceVol} = + 1 \text{ TIE} + 2 \text{ ROE} + 3 \text{ DPR} + e \dots\dots\dots(1)$$

$$\text{DPR} = + 1 \text{ TIE} + 2 \text{ ROE} + e \dots\dots\dots(2)$$

Berikut adalah tabel definisi operasional yang berisi penjelasan dari masing-masing variabel penelitian:

Tabel 2. Definisi Operasional

Variabel Penelitian	Indikator	Referensi
<i>Time Interest Earned</i>	$\frac{\text{Earning before tax and interest}}{\text{Interest Expense}} \times 100\%$	Hery (2015:544)
<i>Return on Equity (ROE)</i>	$\frac{\text{Earning after tax}}{\text{Total Equity}} \times 100\%$	Fahmi (2015)
<i>Dividend Payout Ratio</i>	$\frac{\text{Total dividends}}{\text{Earning after Tax}} \times 100\%$	Hery (2016:145)
<i>Stock Price Volatility</i>	$\sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n \left[ (H_1 - L_1) / \left( \frac{H_1 + L_1}{2} \right) \right]^2}{n}}$	Shah and Noreen (2016)

Sumber : Berbagai Jurnal Terkait

### HASIL

Analisis statistik deskriptif bertujuan untuk lebih memahami variabel dan sampel yang digunakan. Tabel 3 merupakan hasil uji statistik deskriptif dari semua variabel penelitian yang diuji dengan menggunakan eviews.

Tabel 3. Hasil Uji Statistik Deskriptif

	TIE	ROE	DPR	PriceVol
<i>Mean</i>	12,20867	12,33431	0,299007	35,79661
<i>Median</i>	3,627008	13,57000	0,288569	36,74500
<i>Maximum</i>	87,36676	90,70000	0,510139	100,1300
<i>Minimum</i>	0,031431	-150,3000	0,130802	0,000000
<i>Std. Dev</i>	20,57760	21,25637	0,084317	24,28012
<i>Observations</i>	124	124	124	123

Sumber : Hasil Pengolahan Eviews

Berdasarkan Tabel 3 variabel *Time Interest Earned* menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan mampu melakukan pembayaran bunga dari hutang perusahaan sebanyak 12,2 kali atau 12 kali setiap tahunnya. Nilai *Return on Equity* adalah 12,33, artinya rata-rata total modal perusahaan dapat menghasilkan keuntungan hingga 12,33%. Volatilitas harga saham memiliki rata-rata 0,29 dengan nilai tertinggi 0,51 dan terendah 0,13. Hamidah & Sarah (2018) menyatakan bahwa nilai volatilitas yang rendah akan mengindikasikan pergerakan harga saham perusahaan yang cukup stabil. DPR memiliki nilai rata-rata 35,80% artinya perusahaan LQ45 menggunakan rata-rata 35,80% keuntungannya untuk dialokasikan dalam pembayaran dividen.

Tabel 4. Data Penelitian

	<i>Leverage</i>	<i>Profitability</i>	<i>Dividend Policy</i>	<i>Stock Price Volatility</i>
2018	33,55	17,25	37,66	0,31
2019	19,66	15,68	33,18	0,29
2020	6,39	2,23	34,56	0,32
2021	13,70	14,18	37,79	0,28

Sumber : Laporan Keuangan Perusahaan LQ45

Dari Tabel 4 terlihat bahwa *leverage* tahun 2018 merupakan tahun tertinggi, artinya laba perusahaan 33,5 kali lebih besar dari beban bunga yang harus dibayar. Namun pada tahun 2020 nilai *Time Interest Earned* hanya sebesar 6,39 yang dapat disebabkan karena penurunan produktivitas perusahaan (Prasetya, 2021). Sedangkan dari nilai ROE, Perusahaan LQ45 mengalami penurunan yang sangat signifikan di tahun 2020. Kebijakan dividen yang dinilai berdasarkan nilai DPR tidak mengalami perubahan signifikan dalam empat tahun terakhir. Hal

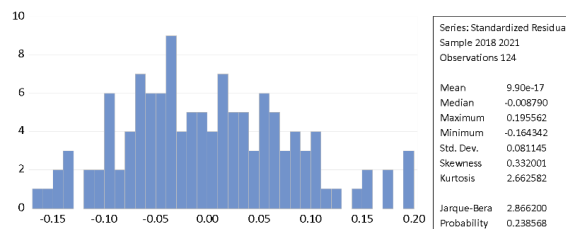
yang sama juga terjadi pada volatilitas harga saham, tidak ada perubahan yang signifikan selama empat tahun penelitian.

Tabel 5. Hasil Metode Estimasi

	Persamaan 1	Keputusan	Persamaan 2	Keputusan
Chow	Prob : 0,0015	FEM	Prob : 0,0000	FEM
Hausman	Prob : 0,4451	REM	Prob: 0,1771	REM
Lagrange	Breusch-Pagan : 0,0014	REM	Breusch-Pagan : 0,0000	REM

Sumber : Hasil Pengolahan Eviews

Metode selanjutnya adalah Pemilihan Metode Estimasi & Uji Asumsi Klasik. Berdasarkan Tabel 5 terlihat bahwa kedua persamaan tersebut memiliki *random effect model* sebagai model estimasi terbaik. Menurut Verbeek (2000), Gujarati (2003), Wibisono (2005), teori mengatakan keunggulan data panel adalah data panel tidak memerlukan pengujian asumsi klasik normalitas dan autokorelasi. Namun pada penelitian ini peneliti tetap melakukan uji normalitas dan uji multikolinearitas.



Gambar 2. Hasil Uji Normalitas

Sumber : Hasil Pengolahan Eviews

Berdasarkan Gambar 2 diketahui bahwa nilai probabilitas sebesar 0,238568 lebih besar dari tingkat signifikansi yang telah ditentukan yaitu 0,05. Sehingga dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi normal.

Tabel 6. Hasil Uji Multikolinearitas

	X1	X2	Z
X1	1	0,3080	0,4312
X2	0,3080	1	0,2538
Z	0,4312	0,2534	1

Sumber : Hasil Pengolahan Eviews

Hasil uji multikolinearitas pada Tabel 6 menunjukkan bahwa tidak terdapat nilai korelasi yang tinggi antar variabel independen yaitu tidak melebihi 0,90 sehingga disimpulkan tidak terdapat multikolinearitas antar variabel independen. Metode tersebut juga dapat digunakan untuk mencari hasil persamaan regresi yang digunakan dengan jumlah sampel sebanyak 124 data dari perusahaan LQ45 tahun 2018 – 2021.

$$\text{Persamaan I : } Y = 0.327742 + 0.000255 X1 + 0.000128 X2 - 0.000934 Z + e$$

$$\text{Persamaan II : } Z = 28.57791 + 0.534002 X1 + 0.056692 X2 + e$$

Tabel 7. Hasil Uji *Adjusted R-Squared*

	<i>Adjusted R-Squared</i>
Persamaan 1	0,048518
Persamaan 2	0,201097

Sumber : Hasil Pengolahan Eviews

Pada persamaan 1 nilai *Adjusted R-Square* adalah 0,048518, artinya 4,85% volatilitas harga saham dipengaruhi oleh *leverage* (X1), profitabilitas (X2) dan kebijakan dividen (Z), sedangkan sisanya 95,15% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak disertakan dalam penelitian. Sedangkan nilai *Adjusted R-Square* pada persamaan 2 adalah 0,201097 artinya 20,10% kebijakan dividen

dipengaruhi oleh (X1) dan profitabilitas (X2). Sedangkan sisanya sebesar 79,90% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak termasuk dalam penelitian ini.

Tabel 8. Hasil Uji Statistik F

	<i>Prob (F-statistic)</i>
Persamaan 1	0,0111963
Persamaan 2	0,000001

Sumber : Hasil Pengolahan Eviews

Hasil persamaan 1 menunjukkan nilai uji F sebesar 0,0111963 dengan nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa paling sedikit satu variabel independen memiliki pengaruh terhadap variabel dependen. Sedangkan untuk persamaan 2 nilai uji F menunjukkan nilai 0,000001 lebih kecil dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan juga bahwa sekurang-kurangnya ada satu variabel independen yang berpengaruh terhadap variabel dependen.

Tabel 9. Hasil Uji Statistik T – Persamaan 1

Variabel Independen	<i>Coefficient</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Sig</i>
C	0,327742	20,65643	0,0000
X1	0,000255	0,530505	0,5967
X2	0,000128	0,380325	0,7044
Z	-0,000934	-2,425836	0,0168

Sumber : Hasil Pengolahan Eviews

Tabel 9 menunjukkan bahwa hanya variabel kebijakan dividen (Z) yang memiliki nilai probabilitas < 0,05, sehingga dapat dikatakan bahwa variabel kebijakan dividen berpengaruh terhadap volatilitas harga saham. Nilai koefisien alpha sebesar -0,000934 berarti bahwa kebijakan dividen dan volatilitas harga saham berhubungan tetapi secara negatif.

Tabel 10. Hasil Uji Statistik T – Persamaan 2

Variabel Independen	<i>Coefficient</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Sig</i>
C	28,5779	8,129450	0,0000
X1	0,534002	4,898610	0,0000
X2	0,056692	0,857733	0,3927

Sumber : Hasil Pengolahan Eviews

Tabel 10 menunjukkan bahwa hanya variabel *leverage* yang memiliki nilai probabilitas < 0,05, sehingga dapat dikatakan bahwa variabel *leverage* berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Nilai koefisien alpha sebesar 0,534002 artinya jika terjadi peningkatan *leverage* atau *time interest earned* sebesar satu unit ceteris paribus maka rata-rata volatilitas harga saham akan meningkat sebesar 0,534002.

Formula	a	a <sup>2</sup>	SEa	SEa <sup>2</sup>
	0.534002	0.2851581	0.109011	0.0118834
b	b <sup>2</sup>	SEb	SEb <sup>2</sup>	
	-0.000934	8.724E-07	0.000385	1.482E-07
ab	-0.000498758			
b <sup>2</sup> *SEa <sup>2</sup>	1.037E-08			
a <sup>2</sup> *SEb <sup>2</sup>	4.22676E-08			
(b <sup>2</sup> *SEa <sup>2</sup> ) + (a <sup>2</sup> *SEb <sup>2</sup> )	5.263E-08			
√(b <sup>2</sup> *SEa <sup>2</sup> ) + (a <sup>2</sup> *SEb <sup>2</sup> )	0.000229421			
t-count	-2.1739827			
t-table	2.0484071			

Gambar 3. Pengaruh *Leverage* terhadap Volatilitas Harga Saham melalui Kebijakan Dividen

Sumber: Pemrosesan Data Excel

Gambar 3 merupakan perhitungan analisis jalur untuk menemukan korelasi langsung dan tidak langsung antar variabel. Pengujian pertama pada Gambar 3 menunjukkan nilai t-hitung (2.1739827) lebih besar dari t-tabel (2.0484071) yang artinya ada pengaruh tidak langsung antara variabel *leverage* terhadap volatilitas harga saham melalui kebijakan dividen, tetapi secara negatif. Analisis jalur kedua pada Gambar 4 menunjukkan bahwa nilai t-hitung (0.8086779) lebih kecil dari t-tabel (2.0484071) yang artinya tidak terdapat pengaruh tidak langsung antara variabel profitabilitas terhadap volatilitas harga saham melalui kebijakan dividen.

Formula	a	a <sup>2</sup>	SEa	SEa <sup>2</sup>
	-0.056692	0.003214	0.066095	0.0043685
	b	b <sup>2</sup>	SEb	SEb <sup>2</sup>
	-0.000934	8.724E-07	0.000385	1.482E-07
ab	5.29503E-05			
b <sup>2</sup> *SEa <sup>2</sup>	3.811E-09			
a <sup>2</sup> *SEb <sup>2</sup>	4.76393E-10			
(b <sup>2</sup> *SEa <sup>2</sup> ) + (a <sup>2</sup> *SEb <sup>2</sup> )	4.287E-09			
√(b <sup>2</sup> *SEa <sup>2</sup> ) + (a <sup>2</sup> *SEb <sup>2</sup> )	6.54776E-05			
t-count	0.808677901			
t-table	2.0484071			

Gambar 4. Pengaruh Profitabilitas terhadap Volatilitas Harga Saham melalui Kebijakan Dividen  
Sumber: Pemrosesan Data Excel

Metode selanjutnya adalah *Paired Sample t-Test* dan *Wilcoxon Signed Rank Test* pada Tabel 11. Berdasarkan uji normalitas diketahui bahwa variabel *leverage* dan profitabilitas tidak berdistribusi normal sehingga digunakan uji *Wilcoxon Signed Rank*. Sementara itu, volatilitas harga saham dan kebijakan dividen berdistribusi normal sehingga digunakan *Paired Sample t-Test*. Berikut adalah nilai probabilitas dari semua variabel yang diuji.

Tabel 11. *Paired Sample t-Test* and *Wilcoxon Signed Rank Test*

Variabel	<i>Paired Sample t-Test</i>	<i>Wilcoxon Signed Rank Test</i>
<i>Leverage</i>	-	0,4167
<i>Profitability</i>	-	0,0010
<i>Dividend Policy</i>	0,8631	-
<i>Stock Price Volatility</i>	0,8679	-

Sumber : Hasil Pengolahan Eviews

Nilai *Prob Wilcoxon* pada variabel *leverage* sebesar 0,4167 yang lebih besar dari 0,05 artinya tidak ada perbedaan *leverage* dalam hal ini *time interest earned* sebelum dan selama pandemi Covid-19. Sedangkan nilai probabilitas 0,0010 lebih kecil dari 0,05 artinya terdapat perbedaan profitabilitas yang diukur dengan *return on equity* (ROE). *Paired Sample T-Test* untuk variabel kebijakan dividen sebesar 0,8631 lebih besar dari 0,05 artinya tidak ada perbedaan kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio* (DPR). Hasil yang sama juga ditunjukkan pada volatilitas harga saham, yaitu 0,8679 lebih besar dari 0,05.

### PEMBAHASAN

Hasil pada hipotesis satu sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Lopian & Dewi (2018), Pattiruhu & Paais (2020) yang berpendapat bahwa *leverage* berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Besar kecilnya dividen tentunya tergantung dari besarnya laba ditahan perusahaan pada tahun berjalan. Jadi *leverage* berpengaruh langsung terhadap kebijakan dividen. Hal ini dikarenakan ketika nilai *time interest earned* meningkat maka kas yang digunakan untuk membayar bunga akan semakin tinggi, sehingga perusahaan akan mengurangi nilai dividen yang dibayarkan. Oleh karenanya nilai *time interest earned* dapat juga membantu investor dalam memperkirakan berapa banyak laba perusahaan yang dialokasikan untuk pembayaran hutang bunga dengan pembayaran dividen.

Hipotesis kedua menunjukkan bahwa profitabilitas dalam hal ini *return on equity* (ROE) tidak berpengaruh langsung terhadap kebijakan dividen, sehingga hipotesis kedua ditolak. Hasil penelitian ini mendukung *smoothing theory* yang menyatakan bahwa perusahaan – perusahaan besar seperti LQ45 cenderung akan mempertahankan nilai dividen secara stabil meskipun dalam kondisi laba tinggi atau menurun. Pernyataan ini sejalan dengan data yang dikumpulkan pada penelitian ini seperti EXCL yang mengalami kerugian di tahun 2021 namun memiliki *dividend payout ratio* (DPR) sebesar 50%. LPPF yang mengalami kerugian di tahun 2020 namun memiliki DPR 27,20% serta WSKT yang mengalami kerugian di tahun 2020 tetap membagikan dividen sebesar 50%. Oleh karenanya hasil ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Kadim et al., (2020) bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Profitabilitas yang tinggi bukanlah ukuran mutlak dalam menentukan kebijakan dividen perusahaan.

Hipotesis ketiga menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh langsung signifikan terhadap volatilitas harga saham tetapi secara negatif, sehingga hipotesis ketiga diterima. Ketika nilai *dividend payout ratio* meningkat maka investor akan menilai saham perusahaan tersebut meningkat, sehingga akan mengurangi volatilitas harga saham. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan *duration effect theory* yang menyatakan bahwa ketika perusahaan membagikan jumlah dividen akan mempengaruhi nilai *dividend yield* dan *dividend payout ratio*. Hasil ini juga mendukung. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan penelitian Jannah & Haridhi (2016) dan Rozaimah et al., (2018) yang berpendapat bahwa kebijakan dividen merupakan salah satu indikator penting dalam volatilitas harga saham di pasar industri.

*Leverage* dalam hal ini *time interest earned* tidak berpengaruh langsung terhadap volatilitas harga saham, hipotesis keempat ditolak. Nilai pembayaran bunga yang tinggi pada perusahaan LQ45 dapat diartikan sebagai prospek ekspansi yang baik bagi investor karena perusahaan mampu mengelola hutangnya dengan baik. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ilaboya & Aggreh (2013). Alasan tidak berpengaruhnya kedua variabel ini dapat disebabkan karena perusahaan LQ45 dengan modal kapitalisasi yang besar tidak terlalu menggantungkan hidupnya pada hutang. Perusahaan mampu memanfaatkan modal dan hutang yang dimiliki untuk memaksimalkan berbagai kegiatan operasional perusahaan. Jadi meskipun nilai hutang dan bunga hutang tinggi, hal itu tidak mengganggu kinerja keuangan perusahaan sehingga volatilitas harga saham perusahaan pun relatif stabil.

Namun berbeda dengan hipotesis keempat, profitabilitas tidak berpengaruh langsung terhadap volatilitas harga saham, maka hipotesis kelima diterima. Pernyataan tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Estuti & Hendrayanti (2020) dan Kadim et al. (2020) bahwa volatilitas harga saham dapat dipengaruhi oleh banyak hal tidak hanya faktor profitabilitas perusahaan. Berdasarkan Tabel 4 dapat dilihat juga bahwa ROE perusahaan LQ45 selama empat tahun ini bersifat tidak stabil terutama di tahun 2020 dan 2021 terjadi banyak penurunan bahkan kerugian. Namun nilai ROE ini tidak mempengaruhi nilai volatilitas harga saham karena nilai PriceVol relatif stabil meskipun ROE mengalami penurunan yang tinggi.

Selanjutnya untuk hipotesis keenam diterima, artinya *leverage* berpengaruh tidak langsung terhadap volatilitas harga saham melalui kebijakan dividen. Hasil tersebut berarti bahwa pemodelan dengan kebijakan dividen sebagai fungsi intervensi dapat mengevaluasi volatilitas harga saham perusahaan LQ45 pada periode saat ini. Hal ini sejalan dengan Novianti & Amanah (2017) yang berpendapat bahwa perusahaan dalam memutuskan kebijakan dividennya benar-benar mempertimbangkan alokasi pendanaannya untuk pertumbuhan perusahaan di masa mendatang sehingga dapat menghasilkan harga saham yang maksimal. Tingginya nilai *time interest earned* dapat diartikan bahwa perusahaan menggunakan hutangnya secara maksimal untuk kebutuhan pengembangan usaha sehingga tidak mengganggu keuntungan perusahaan yang dialokasikan untuk kepentingan dividen perusahaan.

Hipotesis ketujuh ditolak karena meskipun kebijakan dividen berpengaruh langsung terhadap volatilitas harga saham, variabel profitabilitas sama sekali tidak mempengaruhi kebijakan dividen dan volatilitas harga saham. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ariyani et al., (2018). Kedua penelitian sebelumnya berpendapat bahwa kebijakan dividen memoderasi hubungan antara profitabilitas terhadap volatilitas harga saham. Namun berdasarkan data yang dikumpulkan dari laporan keuangan Perusahaan LQ45, meskipun perusahaan dalam

kondisi merugi, beberapa perusahaan tetap memenuhi kewajibannya untuk membayar dividen kepada investor. Selain itu dibagikan atau tidaknya dividen oleh perusahaan tidak mempengaruhi nilai volatilitas harga saham perusahaan.

Hipotesis delapan dapat dikatakan ditolak. Berdasarkan pengujian yang dilakukan untuk *Paired Sample t-Test* dan *Wilcoxon Signed Rank Test* diperoleh hasil bahwa variabel *leverage*, kebijakan dividen dan volatilitas harga saham tidak memiliki nilai yang berbeda baik sebelum dan selama Covid-19. Meskipun beberapa TIE perusahaan mengalami penurunan nilai di tahun 2020 dan 2021, namun penurunannya tidak signifikan. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Violandani, (2021) dan Fatimah et al., (2021), bahwa aset perusahaan LQ45 baik sebelum maupun selama pandemi masih mampu menutupi liabilitas perusahaan. Uji beda yang dilakukan untuk ROE menunjukkan terjadi perbedaan nilai ROE sebelum dan selama pandemi. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Fatimah et al., (2021) bahwa penurunan ini dapat diakibatkan karena kebijakan pembatasan sosial yang diterapkan di sepanjang tahun 2020 dan awal tahun 2021, telah membuat perekonomian bergerak sangat lambat sehingga perusahaan sangat sulit memperoleh laba. Beberapa perusahaan LQ45 yang mengalami kerugian cukup parah adalah EXCL, LPPF dan WSKT. Sedangkan nilai DPR juga tidak berbeda sesuai dengan penelitian Shella et al., (2020) yang berpendapat Covid-19 telah mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan namun tidak signifikan. Hasil ini juga mendukung *smoothing theory* bahwa perusahaan LQ45 akan menjaga nilai dividen demi citra baik di mata investor. Uji beda volatilitas harga saham pun sejalan dengan Susilawati et al., (2022) namun tidak sejalan dengan Martinus, (2021). Alasan yang mendukung mengapa tidak terdapat perbedaan volatilitas harga saham dapat disebabkan karena sampel penelitian ini hanya terbatas pada perusahaan LQ45. Perusahaan LQ45 juga dianggap telah memiliki berbagai strategi yang baik seperti *window dressing* yang dilakukan pada Bursa Efek Indonesia untuk menarik minat investor dengan mempercantik laporan keuangan dan portofolio bisnisnya (Christina & Andadari, 2015).

### KESIMPULAN

Berdasarkan penelitian ini dapat disimpulkan bahwa pandemi Covid-19 tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kondisi perusahaan LQ45. Meskipun terjadi penurunan nilai saham pada tahun 2020, hal ini tidak berdampak langsung karena sebagian besar perusahaan LQ45 dianggap memiliki strategi dan cadangan laba yang cukup untuk bertahan di masa pandemi meskipun ROE menurun. Hasil penelitian ini juga memperlihatkan bahwa profitabilitas bukan merupakan prediktor tunggal dalam investor menilai perusahaan. Investor dapat mempertimbangkan hal – hal penting lainnya seperti proporsi hutang atau *leverage*. Proporsi hutang tinggi pada perusahaan besar seperti LQ45 dapat bermakna bahwa perusahaan menggunakan hutang tersebut untuk keperluan pengembangan bisnis guna meningkatkan profit perusahaan. Keterbatasan dari penelitian ini adalah sampel penelitian hanya terbatas pada perusahaan LQ45 yang cenderung memiliki kondisi keuangan yang relatif stabil. Nilai *R-Squared* pada persamaan I yaitu hanya sebesar 4,85% dapat dikarenakan penggunaan *purposive sampling* yang membuat sampel penelitian menjadi berkurang hanya 31 perusahaan. Sehingga untuk kedepannya penelitian ini dapat menjadi referensi bagi pengembangan dan perbaikan dengan memperluas sampel penelitian ke berbagai sektor bisnis Bursa Efek Indonesia. Selain itu dapat dilakukan penambahan variabel rasio keuangan yang tidak terbatas hanya pada TIE dan ROE. Penelitian ini tentunya dapat menjadi dasar untuk penelitian selanjutnya terkait studi kasus bagaimana perusahaan LQ45 dapat bertahan di masa pandemi.

### REFERENSI

- Ahmad, M. A., Alrjoub, A. M. S., & Alrabba, H. M. (2018). The effect of dividend policy on stock price volatility: Empirical evidence from Amman Stock Exchange. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 22(2).
- Annisa. (2017). Pengaruh Return on Asset, *Leverage*, Ukuran Perusahaan Dan Koneksi Politik Terhadap Penghindaran Pajak. *JOM Fekon*, 4(1), 685–698.
- Ariyani, L., Andini, R., & Santoso, E. B. (2018). Pengaruh EPS, CR, DER dan PBV Terhadap Harga Saham Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening (Studi pada

- Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2011-2015. *Journal of Accounting*, 4(4), 1–20.
- Burhanudin, B., Darwini, S., & Wardani, L. (2022). Pengaruh Pandemi Covid-19 Terhadap Kebijakan Manajemen Keuangan Dan Nilai Perusahaan Lq45 Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jmm Unram - Master of Management Journal*, 11(1), 90–104.
- Christina, Olinda, S., & Andadari, R. K. (2015). Praktek Window Dressing Pada Reksa Dana Saham Di Indonesia Tahun 2008-2012. *Jurnal Studi Manajemen*, 9, 58–75.
- Estuti, P., & Hendrayanti, S. (2020). Dampak Volume Perdagangan Saham, Profitabilitas Dan Dividen Terhadap Volatilitas Harga Saham. *Proceeding Seminar Nasional & Call For Papers*, November 2020, 128–136.
- Fahmi, Irham (2015). *Pengantar Manajemen Keuangan*. Bandung : Alfabeta
- Fatimah, A. N., Agustina, D., & Islamiyatun, L. (2021). Analisis Perbedaan Laporan Keuangan Tahunan Pada Perusahaan Lq45 Sebelum Dan Saat Pandemi Covid-19. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Bisnis*, 6(2), 39–52.
- Gujarati, Damodar, 2003, *Ekonometri Dasar*. Terjemahan: Sumarno Zain, Jakarta: Erlangga.
- Hamidah & Sarah M. 2018. Pengaruh Harga Saham, Volatilitas Harga Saham , dan Volume Perdagangan Saham terhadap Bid-Ask Spread Saham pada Perusahaan Sektor Pertambangan yang Terdaftar di ISSI Periode Juni 2016 – Juni 2017. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)*. Vol 1 No 1.
- Hery. (2015). *Pengantar Akuntansi*. Jakarta: PT Grasindo.
- Hery, H. (2016). *Analisis Laporan Keuangan Integrated and Comprehensive Edition*. Jakarta : PT Grasindo
- Ilaboya, O. J., & Aggreh, M. (2013). Dividend Policy and Share Price Volatility. *Journal of Asian Development*, 2(2), 109-122.
- Indarti, et all. (2012). The Influence of Net Profit Margin (NPM), Return On Assets (Roa), and Return On Equity (Roe) on Stock Price Listed in Index Issuer LQ45 Period 2008-2010. *ASTRI, Jurnal Kajian Akuntansi dan Bisnis*, 1–18.
- Jannah, R., & Haridhi, M. (2016). Pengaruh Kebijakan Dividen, Earning Volatility, Dan Leverage Terhadap Volatilitas Harga Saham Pada Perusahaan Non-Financing Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2014. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Akuntansi*, 1(1), 133–148.
- Jannata, S. N., & Pertiwi, T. K. (2022). Analisis Nilai Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi Sub Sektor Makanan dan Minuman di Bursa Efek Indonesia. *El-Mal: Jurnal Kajian Ekonomi & Bisnis Islam*, 3(4), 753–768.
- Kadim, A., Sunardi, N., & Husain, T. (2020). The modeling firm's value based on financial ratios, intellectual capital and dividend policy. *Accounting*, 6(5), 859–870.
- Khafid, M., & Nurlaili, D. (2017). The mediating role of accountability in the influence of cooperative characteristics on its financial performance. *International Journal of Economic Research*, 14(5), 191–200.
- Lapian, Y., & Dewi, S. K. S. (2018). Peran kebijakan dividen dalam memediasi pengaruh profitabilitas dan leverage terhadap harga saham pada perusahaan manufaktur. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 7(2), 816–846.
- Lestari, K. F., Tanuatmodjo, H., & Mayasari, M. (2017). Pengaruh Likuiditas Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen. *Journal of Business Management Education (JBME)*, 2(1), 243–250.
- Lintner, J. (1956) Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 2, 97-113
- Novianti, Z. E. W., & Amanah, L. (2017). Pengaruh Profitabilitas, Growth, Kebijakan Hutang dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, 6(9), 1–15.
- Pattiruhu, J. R., & Paais, M. (2020). *Effect of Liquidity, Profitability, Leverage, and Firm Size on Dividend Policy*. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(10), 35–42.

- Prasetya, V. (2021). Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum Dan Saat Pandemi Covid 19 Pada Perusahaan Farmasi Yang Tercatat Di Bursa Efek Indonesia. *Cerdika: Jurnal Ilmiah Indonesia*, 1(5), 579–587.
- Priana, I. W. K., & Muliarta, K. (2017). Pengaruh Volume Perdagangan Saham, *Leverage*, Dan Dividend Payout Ratio Pada Volatilitas Harga Saham. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 20(1), 1-29.
- Rahmadewi, P. W., & Abundanti, N. (2018). Pengaruh Eps, Per, Cr Dan Roe Terhadap Harga Saham Di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 7(4), 2106.
- Rozaimah, Z., Syahnaz, M. N., & Hong, Y. C. (2018). Dividend policy and stock price volatility of industrial products firms in Malaysia. *International Journal of Emerging Markets*, 13(1), 2013–2217.
- Santioso, Linda, and Yosevin Gloria Angesti. 2019. “Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Volatilitas Harga Saham”. *e-JE: Jurnal Ekonomi*, 24 (01): 46-64.
- Shah, Syed Akif & Noreen, Umara. 2016. Stock Price Volatility and Role of Dividend Policy: Empirical Evidence from Pakistan. *Pakistan: Journal of Economics and Financial Issues*. Vol. 6, Issue. 2.
- Shella, H., Suhariyanti, T., & Fitriyani. (2020). Kebijakan Dividen Selama Pandemi Covid-19 Dividend Policy During Pandemic Covid-19. *Jurnal Kompetitif Bisnis Edisi COVID-19*,
- Susilawati, C. E., Christine, Y. N., & Martono, C. (2022). Perbedaan Underpricing dan Volatilitas Harga Saham Perusahaan yang IPO Sebelum dan Selama Pandemi Covid-19 di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Dharma Andalas*, 24(1), 41–50. 1(1), 79–87.
- Tahu, G. P., & Susilo, D. D. (2017). Effect of Liquidity, Leverage and profitability to The Firm Value (Dividend Policy as Moderating Variable) in Manufacturing Company of Indonesia Stock Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol.8, No.18
- Tucker, C., et al. Baricitinib as potential treatment for 2019-nCoV acute respiratory disease. *Lancet*. 2020;395;E30-1.
- Utami, B. A., & Kafabih, A. (2021). Sektor Pariwisata Indonesia Di Tengah Pandemi Covid 19. *Jurnal Dinamika Ekonomi Pembangunan*, 4(1), 383–389.
- Verbeek, M. (2000), *A Guide to Modern Econometrics*. Baffins Lane-Chichester: John Wiley & Sons, Ltd.
- Violandani, D. S. (2021). Analisis Komparasi Rasio Keuangan Sebelum dan Selama Pandemi Covid-19 pada Perusahaan Terbuka yang Terdaftar Pada Indeks LQ45. *Journal of Chemical Information and Modeling*, 53(9), 1689–1699.
- Wibisono, D. 2005. *Metode Penelitian & Analisis Data*. Jakarta: Salemba Medika.