

**PENGARUH KEBIJAKAN UTANG, PROFITABILITAS DAN
LIKUIDITAS TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN SIZE
SEBAGAI VARIABEL MODERASI PADA SEKTOR MANUFAKTUR
PERIODE 2008-2011**

Devi Hoei Sunarya

Jurusan Manajemen / Fakultas Bisnis dan Ekonomika

Devihoei@gmail.com

***Abstract** – This study aims to analyze the factors that influence dividend policy in Manufacturing sector, both in big companies and small companies, which is listed on the Indonesia Stock Exchange during the period 2008-2011. Variable used is debt policy, profitability and liquidity. Number of companies used in this study is 26 companies. This study uses quantitative approach with multiple linier regression method. This study found that in Manufacturing Sector since 2008 up to 2011; debt policies, profitability and liquidity are simultaneous significantly affect dividend policy. Partially, debt policies, profitability and liquidity are significantly affect dividend policy. But, the variable of interaction of debt policies with dummy size, the variable of interaction of profitability with dummy size, and the variable of interaction of liquidity with dummy size are not significantly affect dividend policy.*

***Keywords:** dividend policy, debt policies, profitability, liquidity, dummy size.*

I. PENDAHULUAN

Dari tahun ke tahun, perusahaan yang masuk ke dalam pasar modal makin bertambah karena peluang bisnis yang tinggi memerlukan alat yaitu dana untuk mencapainya dan pasar modal menjadi sarana yang tepat untuk memperoleh dana usaha. Dividen dan *capital gain* merupakan tujuan dari investor dengan melakukan penanaman modal di pasar modal. Kebijakan dividen pun menjadi hal krusial bagi perusahaan untuk diperhatikan. *Signaling Theory* menjelaskan ketidaksamaan informasi antara pihak internal dan pihak eksternal, sehingga manajer keuangan perusahaan pun harus memberikan sinyal kepada investor bahwa perusahaannya itu berkualitas. Dividen dapat digunakan sebagai sinyal positif kepada investor (Megginson, 1997, p.20). Pembayaran dividen adalah sangat mahal (Megginson, 1997, p.362) baik bagi badan usaha yang melakukan pembayaran (karena pembayaran dividen akan mengurangi jumlah dana yang akan dipergunakan untuk investasi) maupun bagi pemegang saham yang

menerima pembayaran dividen (karena pemegang saham harus membayar kewajiban pajak atas dividen). Hal ini menunjukkan bahwa hanya badan usaha yang benar-benar sehat saja yang mampu membayar dividen, sedangkan badan usaha dengan kemampuan terbatas/lemah akan sangat kesulitan dalam membayar dividen. Hal ini pun menunjukkan pentingnya bagi manajer keuangan untuk mengetahui faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi kebijakan dividen. Sehingga manajer keuangan dapat membuat keputusan yang berkaitan dengan kebijakan dividen yang nantinya akan menunjukkan kualitas perusahaan sehingga investor akan tertarik membeli saham perusahaan.

Penelitian ini akan menggunakan industri manufaktur karena industri ini memiliki jumlah rata-rata dividen tertinggi selama periode 2008-2011 yaitu Rp 507,714,000,000. Industri manufaktur sendiri terdiri atas tiga sektor yaitu *basic industry*, *consumer goods industry*, dan *miscellaneous industry*. Perusahaan yang terdapat dalam industri manufaktur berjumlah 130 perusahaan. Namun yang membagikan dividen selama periode 2008 – 2011 hanya 65 perusahaan dan yang rutin membagikan dividen selama periode 2008-2011 sebanyak 26 perusahaan.

Tabel 1
Ringkasan Penelitian Terdahulu

Variabel	Penelitian					
	Andriani (2011)	Anil & Kapoor (2008)	Mahadwarta (2002)	Islamiyah (2012)	Dewi (2008)	Darminto (2008)
Kepemilikan manajerial			(-) TS		(-) TS	(+) TS
Kepemilikan Institusional					(-) S	
Kebijakan utang	(-) TS		(+) S	(-) TS	(-) S	(-) S
profitabilitas	(+) S	(+) TS		(-) TS	(-) S	(+) S
Ukuran perusahaan	(-) TS		(-) TS		(+) S	
Free cash flow				(+) TS		
Likuiditas		(+) S		(+) TS		(+) TS
Growth		(-) TS	(+) TS	(-) TS		
Corporate tax		(+) TS				
IOS		(-) TS				

Sumber : Andriani (2011), Anil dan Kapoor (2008), Mahadwarta (2002), Islamiyah (2012), Dewi (2008), Darminto (2008)

Dilihat dari tabel 1 menunjukkan terjadinya ketidakkonsistenan hasil penelitian faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen (signifikan dan tidak signifikan). Oleh karena itu, penulis memilih faktor-faktor kebijakan utang, profitabilitas dan likuiditas untuk diteliti lebih lanjut.

Penelitian ini juga memiliki keunikan karena mengelompokkan perusahaan menjadi dua yaitu kelompok perusahaan besar dan kelompok perusahaan kecil pada industri manufaktur. Hal ini karena berdasarkan penelitian Romano, Tanewski, dan Smyrnios (2000) dalam Ramachandran dan Packkirisamy (2010) menunjukkan bahwa perilaku keputusan pendanaan pada perusahaan dengan ukuran yang berbeda (besar dan kecil) itu berbeda hal ini dipengaruhi beberapa faktor seperti budaya, karakteristik usaha, pengalaman, tujuan bisnis, isu siklus hidup bisnis, struktur kepemilikan, kendali, *debt equity ratio*, usia dan ukuran perusahaan, sumber pendanaan dan sikap. Sehingga penelitian ini ingin mengetahui apakah pengaruh kebijakan utang, profitabilitas dan likuiditas terhadap kebijakan dividen pada kelompok perusahaan besar lebih kuat daripada perusahaan kecil pada industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2011.

Total keseluruhan perusahaan yang membagikan dividen secara rutin dalam sektor manufaktur selama periode 2008-2011 hanya 26 perusahaan sehingga yang masuk dalam kelompok perusahaan berukuran besar dan kecil masing-masing sebanyak 13 perusahaan.

Berdasarkan pada identifikasi masalah di atas, maka dapat dirumuskan pertanyaan penelitian sebagai berikut: (1) Apakah kebijakan utang memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen pada kelompok perusahaan besar maupun kelompok perusahaan kecil? (2) Apakah pengaruh kebijakan utang terhadap kebijakan dividen pada kelompok perusahaan kecil lebih kuat daripada kelompok perusahaan besar? (3) Apakah profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen pada kelompok perusahaan besar maupun kelompok perusahaan kecil? (4) Apakah pengaruh profitabilitas pada perusahaan besar lebih kuat daripada kelompok perusahaan kecil? (5) Apakah likuiditas memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen pada kelompok perusahaan besar

maupun kelompok perusahaan kecil? (6) Apakah pengaruh likuiditas pada perusahaan besar lebih kuat daripada kelompok perusahaan kecil?

Signaling theory pada dasarnya membahas adanya ketidaksamaan informasi antara pihak internal dan eksternal badan usaha. Pihak internal badan usaha tentu mempunyai informasi yang lebih banyak mengenai kondisi sebenarnya yang ada dalam badan usaha dibandingkan pihak eksternal. Kondisi inilah yang dinamakan *asymmetric information*. Informasi yang tidak sama antara pihak eksternal dan internal tersebut dapat dikurangi melalui sinyal atau tanda yang diberikan oleh pihak internal. *Signaling theory* dividen mengasumsikan bahwa pembayaran dividen dibutuhkan untuk menginformasikan kondisi positif yang ada dalam badan usaha (Megginson, 1997, p.20). Pembayaran dividen adalah sangat mahal (Megginson, 1997, p.362) baik bagi badan usaha yang melakukan pembayaran (karena pembayaran dividen akan mengurangi jumlah dana yang akan dipergunakan untuk investasi) maupun bagi pemegang saham yang menerima pembayaran dividen (karena pemegang saham harus membayar kewajiban pajak atas dividen). Hal ini menunjukkan bahwa hanya badan usaha yang benar-benar sehat saja yang mampu membayar dividen, sedangkan badan usaha dengan kemampuan terbatas atau lemah akan sangat kesulitan dalam membayar dividen.

The Residual Theory of Dividend Payments menyatakan bahwa badan usaha lebih baik menahan untuk diinvestasikan kembali dibandingkan untuk dividen (Gitman, 2009, p.604). Hal ini dikarenakan reinvestasi akan menghasilkan return yang lebih besar.

Pecking order theory dikembangkan oleh Stewart Myers dan rekan penulisnya. Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan internal (*retained earnings* dan depresiasi) dibandingkan pendanaan eksternal seperti utang atau penerbitan saham. Namun, jika perusahaan harus memperoleh pendanaan eksternal, perusahaan akan memilih sekuritas yang paling aman lebih dulu. Akhirnya, karena perusahaan harus memperoleh pendanaan eksternal, perusahaan akan memilih mulai dari utang yang paling aman, kemudian diikuti

dengan utang yang lebih berisiko, *convertible securities*, *preferred stocks*, dan terakhir, *common stock* sebagai pilihan terakhir (Megginson, 1997, p.339).

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Dewi (2008), Gupta dan Banga (2010), dan Kadir (2010) menunjukkan bahwa kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Apabila perusahaan memiliki tingkat utang yang tinggi, maka perusahaan berusaha untuk mengurangi *agency cost of debt* dengan mengurangi utangnya (Dewi, 2008). Pengurangan utang dapat dilakukan dengan membiayai investasinya dengan sumber dana internal sehingga pemegang saham akan merelakan dividennya untuk membiayai investasinya (Dewi, 2008). Apabila *leverage* rendah, berarti perusahaan memiliki jumlah utang relatif sedikit daripada modal sendiri, hal ini akan berpengaruh terhadap perolehan laba. Jumlah utang perusahaan yang relatif sedikit, maka laba yang diperoleh hanya sebagian kecil yang dibayarkan untuk bunga pinjaman sehingga laba bersih akan semakin besar (Darminto, 2008). Berdasarkan pemikiran diatas maka dikembangkanlah hipotesis sebagai berikut:

H_{1a}: Kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Penelitian Vogt (1994) juga didukung oleh Chritchley dan Hansen (1989) serta Chang dan Ree (1990) dalam Dewi (2008) menyebutkan bahwa perusahaan besar cenderung membagikan dividen yang lebih besar daripada perusahaan kecil. Sedangkan perusahaan yang memiliki aset sedikit akan cenderung membagikan dividen yang rendah karena laba dialokasikan pada laba ditahan untuk menambah aset perusahaan. Perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi artinya memiliki pembayaran tetap yang besar untuk pendanaan eksternalnya, dimana ini merupakan substitusi dari pembayaran dividen. Tingkat utang yang tinggi meningkatkan biaya transaksi dan risiko perusahaan (Rozeff, 1982, dalam Gupta dan Banga, 2010). Oleh karena itu, hanya perusahaan besar yang mampu membayar utang tanpa mempengaruhi pembayaran dividennya, sementara perusahaan kecil akan mengurangi pembayaran dividennya karena meningkatnya utang perusahaan mengakibatkan peningkatan pada biaya eksternal perusahaan.

H_{1b}: Pengaruh negatif kebijakan utang terhadap kebijakan dividen lebih kuat pada kelompok perusahaan kecil dibandingkan pada kelompok perusahaan besar.

Berdasarkan hasil penelitian Sulistyowati et al (2010), Anil dan Kapoor (2008), Kadir (2010), dan Deitiana (2009), profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen dikarenakan profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dan dividen akan dibagi apabila perusahaan tersebut memperoleh laba. Menurut Wirjolukito et al dalam Suharli (2007) dalam Sulistyowati et al (2010), profitabilitas mutlak diperlukan untuk perusahaan apabila hendak membayar dividen. Laba setelah pajak yang diperoleh perusahaan sebagian dibagikan dalam bentuk dividen dan sebagian lain ditahan di perusahaan (laba ditahan). Jika laba yang diperoleh kecil, maka dividen yang akan dibagikan juga kecil. Sedangkan jika laba yang diperoleh besar, maka dividen yang akan diterima pemegang saham juga akan besar (Darminto, 2008).

H_{2a}: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Perusahaan besar memiliki profitabilitas yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan kecil, sehingga dividen yang dibagikan oleh perusahaan besar lebih besar dibandingkan dengan perusahaan kecil. Hal ini karena pada perusahaan besar, arus kasnya sudah positif, memiliki prospek yang baik untuk jangka waktu yang lama, lebih stabil serta lebih mampu menghasilkan laba dibandingkan perusahaan kecil (Daniati dan Suhairi, 2006 dalam Sofyaningsih dan Hardiningsih, 2011). Sedangkan perusahaan yang memiliki aset sedikit akan cenderung membagikan dividen yang rendah karena laba dialokasikan pada laba ditahan untuk menambah aset perusahaan (Vogt, 1994, Chritchley dan Hansen, 1989, Chang dan Ree, 1990, dalam Dewi, 2008).

H_{2b}: Pengaruh positif profitabilitas terhadap kebijakan dividen lebih kuat pada kelompok perusahaan besar dibandingkan pada kelompok perusahaan kecil.

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Anil dan Kapoor (2008), Deitiana (2009), Gupta dan Banga (2010), dan Kadir (2010) menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Jika posisi likuiditas perusahaan kuat maka kemampuan perusahaan untuk membayar dividen adalah besar, mengingat bahwa dividen adalah merupakan arus kas keluar (*cash outflow*) bagi perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa posisi likuiditas langsung

mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam membayar dividen (Darminto, 2008).

H_{3a}: Likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Menurut Redding (1997) dalam Smits (2012) menyatakan bahwa perusahaan besar lebih likuid karena tingginya permintaan saham. Sehingga, makin besar ukuran suatu perusahaan, maka makin besar pula ketersediaan kas perusahaan sehingga makin besar pula dividen yang akan dibayarkan perusahaan (Gupta dan Banga, 2010). Menurut Mamduh (2004) dalam Padnyawati (2010), untuk menghindari akuisisi, perusahaan bisa membayar dividen dan sekaligus juga membuat senang pemegang saham. Sehingga, perusahaan besar membagi dividen untuk menghindari akuisisi dan sekaligus juga membuat senang pemegang saham.

H_{3b}: Pengaruh positif likuiditas terhadap kebijakan dividen lebih kuat pada kelompok perusahaan besar dibandingkan pada kelompok perusahaan kecil.

II. METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian kausal yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh dari variabel-variabel independen yaitu kebijakan utang, profitabilitas, dan likuiditas terhadap variabel dependen yaitu kebijakan dividen. Berdasarkan pada teknik penelitian, penelitian ini merupakan penelitian eksperimental. Dilihat dari temuannya, penelitian ini merupakan penelitian terapan. Berdasarkan pendekatan, maka penelitian ini termasuk penelitian kuantitatif karena data yang digunakan bersifat matematis.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dengan melibatkan banyak waktu tertentu (*time series*) dengan banyak sampel (*cross section*) atau disebut *pooled data*. Data sekunder tersebut diperoleh dari data laporan keuangan perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008-2011 dan *performance summary* perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008-2011. Data laporan keuangan dan *performance summary* diperoleh dari www.idx.co.id dan Pusat Database Keuangan Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Surabaya selama periode 2008-2011.

Target populasi dalam penelitian ini yaitu semua badan usaha yang sudah go public dan sahamnya tercatat di Bursa Efek Indonesia pada sektor manufaktur selama periode 2008-2011. Karakteristik populasi ditentukan sebagai berikut: (1) Terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2011; (2) Termasuk dalam sektor manufaktur dan rutin membagikan dividen selama periode 2008-2011 (3) Menerbitkan laporan keuangan yang runtut setiap tahun dan telah diaudit selama periode 2008-2011. Berdasarkan karakteristik populasi yang telah disebutkan diatas, jumlah perusahaan yang diperoleh untuk digunakan dalam penelitian ini sebanyak 26 perusahaan.

Variabel dalam penelitian ini terbagi menjadi dua, yaitu variabel dependen dan independen. Masing-masing variabel tersebut akan dijelaskan sebagai berikut:

1. Variabel dependen

Kebijakan dividen merupakan pilihan atau keputusan membayarkan dividen oleh badan usaha sektor manufaktur selama periode 2008-2011 kepada pemegang saham, baik itu mengenai seberapa banyak yang harus dibayarkan dan seberapa sering harus dibayarkan. Kebijakan dividen ini diproksikan dengan menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR). DPR dapat diperoleh dengan pembagian antara *Dividen Per Share* dengan *Earning Per Share*.

2. Variabel Independen

- a) Kebijakan utang merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh badan usaha sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008-2011 untuk membiayai kebutuhan dananya. Tingkat penggunaan utang dari suatu badan usaha dapat ditunjukkan salah satunya dengan menggunakan Debt Ratio yaitu dengan pembagian antara *total liabilities* dengan *total assets*.
- b) Profitabilitas merupakan kemampuan badan usaha pada sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008-2011 memperoleh laba dalam hubungan dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Profitabilitas dapat diproksikan dengan

menggunakan *Return On Assets* (ROA). ROA dapat diperoleh dengan pembagian antara *net income* dengan *total assets*.

- c) Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan pada sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008-2011 untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya tepat pada waktunya. Likuiditas dapat diproksikan dengan menggunakan *Current Ratio* (CR) yang diperoleh dengan pembagian antara *current assets* dengan *current liabilities*.
- d) *Dummy Size* menunjukkan perbedaan ukuran perusahaan pada perusahaan sektor manufaktur yang masuk dalam kelompok perusahaan besar dengan perusahaan sektor manufaktur yang masuk dalam kelompok perusahaan kecil yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008-2011. Adapun ukuran perusahaan pada penelitian ini menggunakan proksi *total asset*.
- $D_{size} = 1$ berarti perusahaan sektor manufaktur yang masuk dalam kelompok perusahaan besar
- $D_{size} = 0$ berarti perusahaan sektor manufaktur yang masuk dalam kelompok perusahaan kecil
- e) Variabel Interaksi Kebijakan Utang dengan *Dummy Size* merupakan perkalian antara kebijakan utang dengan *dummy size* yang menunjukkan perbedaan pengaruh kebijakan utang pada badan usaha yang masuk dalam kelompok perusahaan besar dengan badan usaha yang masuk dalam kelompok perusahaan kecil pada sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008-2011.
- f) Variabel Interaksi Profitabilitas dengan *Dummy Size* merupakan perkalian antara profitabilitas dengan *dummy size* yang menunjukkan perbedaan pengaruh profitabilitas pada badan usaha yang masuk dalam kelompok perusahaan besar dengan badan usaha yang masuk dalam kelompok perusahaan kecil pada sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008-2011.

g) Variabel Interaksi Likuiditas dengan *Dummy Size* merupakan perkalian antara profitabilitas dengan *dummy size* yang menunjukkan perbedaan pengaruh likuiditas pada badan usaha yang masuk dalam kelompok perusahaan besar dengan badan usaha yang masuk dalam kelompok perusahaan kecil pada sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2008-2011.

III. HASIL DAN PEMBAHASAN

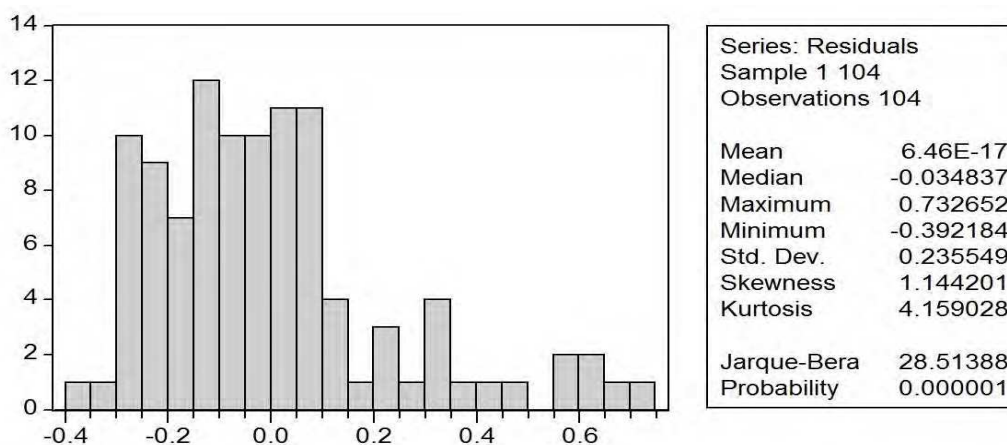
Hasil pengolahan data adalah sebagai berikut:

Tabel 2
Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Coefficient of Variance
DIV	104	0.034538	1.15894	0.358496	0.242425	0.676227908
DEBT	104	0.067708	1.114649	0.377125	0.216921	0.575196553
LIQ	104	0.658866	11.90728	3.197043	2.41516	0.75543557
PROF	104	0.000794	0.741603	0.145274	0.114126	0.785591365

Sumber: diolah

Dari tabel 2 diketahui dari terdapat 104 jumlah observasi, variabel yang memiliki nilai *coefficient of variance* tertinggi terdapat pada variabel profitabilitas yaitu sebesar 0,785591365. Sedangkan untuk nilai *coefficient of variance* terendah dimiliki oleh variabel kebijakan utang yaitu sebesar 0,575196553. Semakin tinggi nilai dari *coefficient of variance* menandakan bahwa semakin bervariasi data yang dimiliki oleh variabel tersebut.



Gambar 1. Hasil Uji Normalitas

Hasil normalitas dari residual tersebut mengidentifikasi bahwa variabel yang digunakan berdistribusi normal memiliki nilai signifikan harus lebih besar dari 0,05. Pengujian normalitas dengan menggunakan program *Eviews 4.0* menghasilkan nilai *probability* sebesar 0,000001. Dapat diketahui bahwa variabel residual tidak berdistribusi normal karena nilai signifikan lebih kecil dari 0,05. Namun, terdapat beberapa asumsi kenormalan yang dapat memberikan pembenaran teoritis bagi suatu asumsi kenormalan. Salah satu dari asumsi kenormalan tersebut adalah *Central Limit Theorem* yang menyatakan bahwa data dengan jumlah yang banyak maka data tersebut dengan sendirinya akan berdistribusi normal. Gujarati (2004:109) menyatakan bahwa “...it can be shown that if those are a large number of independent and identically distributed random variables, then with a view exceptions the distribution of their sum tends to a normal distribution...”. Selain itu Gujarati (1995) dalam Sofi (2012) mengklasifikasikan variabel dengan $n > 25$ termasuk sampel yang besar. Jumlah data setiap variabel dalam penelitian ini termasuk kategori sampel yang besar yaitu 104, sehingga dengan sendirinya data akan normal.

Tabel 3
Hasil Uji Multikolinearitas

KORELASI	DEBT	LIQ	PROF
DEBT	1	-0.701592	0.175152
LIQ	-0.701592	1	-0.18811
PROF	0.175152	-0.188113	1

Sumber: diolah

Pengujian multikolinearitas pada Tabel 3 dapat diketahui bahwa tidak terdapat korelasi yang tinggi ($>0,80$) antar variabel independen sehingga dapat diketahui bahwa model di dalam penelitian ini tidak terjadi multikolinieritas.

Untuk menguji ada atau tidaknya masalah autokorelasi, maka digunakan uji statistik Durbin Watson dengan bantuan program *Eviews 4.0*. Berdasarkan hasil pengolahan data dengan program *Eviews 4.0* ditemukan nilai Durbin Watson sebesar 1,649391. Diketahui bahwa dengan jumlah observasi (n) sebanyak 104 dan variabel independen (k) sebanyak 3 variabel, sehingga diperoleh $d_L = 1,6217$ dan $d_U = 1,7402$. Dari hasil tersebut dapat diketahui bahwa model regresi berada pada *grey area* (daerah keragu-raguan).

Heteroskedastisitas dalam penelitian ini dikontrol dengan menggunakan metode *White Heteroskedasticity*. Dengan menggunakan model *Least Square* dan *white-heteroskedasticity* maka secara mudah akan menghilangkan masalah heteroskedastisitas (Gujarati, 2004).

Setelah semua variabel diuji secara bersamaan ternyata hasilnya tidak ada yang signifikan. Akibatnya, persamaan ini tidak mampu menghasilkan model persamaan regresi yang cukup *robust* dalam menjelaskan pengaruhnya terhadap kebijakan dividen sehingga digunakanlah analisis sensitivitas untuk mendapatkan model persamaan regresi yang paling *robust* (Smith et al, 2008). Maka dilakukan analisis sensitivitas untuk memperoleh model persamaan regresi yang cukup *robust* untuk menjelaskan pengaruhnya terhadap kebijakan dividen. Sehingga didapat hasil persamaan regresi 2 yang dapat dilihat pada Tabel 4.

Tabel 4
Hasil Pengolahan Data

	(1)	(2)	Hasil yang diharapkan	Hasil Penelitian
C	0.544979 (3.22056)	0.603255 (4.999778)		
DEBT	-0.322429 (-1.322533)	-0.403747** (-2.699411)	(-) Signifikan	(-) Signifikan
PROF	0.424572 (1.009725)	0.390219* (1.693869)	(+) Signifikan	(+) Signifikan
LIQ	-0.017188 (-0.964341)	-0.022874* (-1.693033)	(+) Signifikan	(-) Signifikan
DSIZE	0.007944 (0.039235)	-0.175922** (-2.163446)		
DDEBT	-0.24916 (-0.879479)		(-) Signifikan	(-) Tidak Signifikan
DPROF	-0.160062 (-0.333861)		(+) Signifikan	(-) Tidak Signifikan
DLIQ	-0.013854 (-0.579148)	0.00972 (0.48306)	(+) Signifikan	(-) Tidak Signifikan
<i>Adjusted R-Squared</i>	0.076217	0.088851		
<i>F-Statistic</i>	2.214005	3.008819		
<i>Prob (F-statistic)</i>	0.039566	0.014353		

Sumber: diolah

Hasil pengujian secara serempak melalui uji F menunjukkan signifikansi kurang dari 0,05. Hal ini berarti variabel independen (kebijakan utang,

profitabilitas, likuiditas, *dummy size*, dan interaksi likuiditas dengan *dummy size*) secara bersama-sama mempengaruhi variabel kebijakan dividen secara signifikan.

Dari hasil pengolahan data diketahui bahwa koefisien regresi kebijakan utang adalah sebesar $-0,403747$ dengan tingkat signifikansi $0,0082$. Hal tersebut menunjukkan bahwa kebijakan utang mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Artinya, semakin tinggi kebijakan utang perusahaan maka makin rendah kebijakan dividen perusahaan.

Hasil ini juga didukung oleh penelitian lain yang dilakukan oleh Dewi (2008), Gupta dan Banga (2010), dan Kadir (2010) menunjukkan bahwa kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Apabila perusahaan memiliki tingkat utang yang tinggi, maka perusahaan berusaha untuk mengurangi *agency cost of debt* dengan mengurangi utangnya (Dewi, 2008). Pengurangan utang dapat dilakukan dengan membiayai investasinya dengan sumber dana internal sehingga pemegang saham akan merelakan dividennya untuk membiayai investasinya (Dewi, 2008). Apabila *leverage* rendah, berarti perusahaan memiliki jumlah utang relatif sedikit daripada modal sendiri, hal ini akan berpengaruh terhadap perolehan laba. Jumlah utang perusahaan yang relatif sedikit, maka laba yang diperoleh hanya sebagian kecil yang dibayarkan untuk bunga pinjaman sehingga laba bersih akan semakin besar (Darminto, 2008). Menurut Darminto (2008), perusahaan yang memiliki utang sedikit, maka kebutuhan dana untuk membayar cicilan utang dan biaya bunga yang ditanggung menjadi relatif sedikit. Perusahaan yang memperoleh laba bersih sebelum pajak dalam jumlah yang tinggi maka laba yang dibagikan kepada pemegang saham akan semakin tinggi yang pada akhirnya dividen yang dibayarkan akan semakin tinggi (Darminto, 2008).

Dari hasil pengolahan data diperoleh koefisien regresi profitabilitas $0,390219$ dengan tingkat signifikansi $0,0935$. Hal tersebut menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Artinya, semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka makin tinggi pula kebijakan dividen perusahaan.

Hasil ini juga didukung oleh penelitian lain yang dilakukan oleh Sulistyowati et al (2010), Anil dan Kapoor (2008), Kadir (2010), dan Deitiana (2009), profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen dikarenakan profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dan dividen akan dibagi apabila perusahaan tersebut memperoleh laba. Menurut Wirjolukito et al dalam Suharli (2007) dalam Sulistyowati et al (2010), profitabilitas mutlak diperlukan untuk perusahaan apabila hendak membayar dividen.

Laba setelah pajak yang diperoleh perusahaan sebagian dibagikan dalam bentuk dividen dan sebagian lain ditahan di perusahaan (laba ditahan). Jika laba yang diperoleh kecil, maka dividen yang akan dibagikan juga kecil. Sedangkan jika laba yang diperoleh besar, maka dividen yang akan diterima pemegang saham juga akan besar (Darminto, 2008).

Dari hasil pengolahan data diperoleh koefisien regresi likuiditas -0,022874 dengan tingkat signifikansi 0,0936. Hal tersebut menunjukkan bahwa likuiditas memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Artinya, semakin tinggi likuiditas perusahaan maka makin rendah kebijakan dividen perusahaan. Hasil ini sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Jensen (1986) yang menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Arah negatif pada penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian Darminto (2008) yang menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Perbedaan arah ini dapat dijelaskan oleh teori keagenan. Teori keagenan menjelaskan hubungan antara dua belah pihak yang terlibat dalam satu kontrak yang terdiri atas agen (manajemen) sebagai pihak yang memberikan bertanggung jawab untuk suatu tugas dan prinsipal (pemegang saham) sebagai pihak yang memberi tugas. Kondisi ini mengandung konsekuensi bahwa kedua belah pihak, baik agen maupun prinsipal, akan berusaha memaksimalkan utilitasnya (Jensen dan Meckling, 1976). Adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan suatu perusahaan menimbulkan masalah keagenan (*agency problem*). Masalah ini timbul karena adanya kecenderungan manajemen untuk

melakukan *moral hazard* dalam memaksimalkan kepentingannya sendiri dengan mengorbankan pihak prinsipal. Tindakan *moral hazard* manajer dapat dikurangi melalui kebijakan dividen. Pembayaran dividen akan menjadi alat monitoring sekaligus bonding bagi manajemen (Mahadwarta, 2002). Perusahaan yang memiliki likuiditas yang tinggi menyebabkan perusahaan memiliki *free cash flow* yang tinggi. Sehingga, manajer pada perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi cenderung tidak membagikan dividen tetapi menggunakan kas tersebut untuk melakukan investasi yang kurang menciptakan nilai bagi perusahaan atau digunakan untuk dirinya sendiri. Karena pembagian dividen akan meningkatkan monitoring oleh pemegang saham dan mengurangi sumber daya yang menjadi kendali manajer (Jensen, 1986). Sehingga perusahaan yang memiliki likuiditas yang tinggi cenderung membagikan dividen yang rendah atau tidak membagikan sama sekali.

Namun, perusahaan yang memiliki likuiditas yang rendah cenderung membagikan dividen yang tinggi. Hal ini sesuai dengan teori *signaling* (Megginson, 1997) dimana walaupun likuiditasnya rendah tapi profitabilitasnya tinggi, perusahaan tidak memiliki cukup kas untuk membagikan dividen kas sehingga sebagai gantinya perusahaan akan membagikan dividen dalam bentuk saham (*stock dividend*) untuk menunjukkan kepada pemegang saham bahwa perusahaan memiliki kinerja yang bagus dalam menghasilkan profit.

Dari hasil pengolahan data diperoleh koefisien regresi variabel interaksi kebijakan utang dengan *dummy size* (DDEBT) adalah -0,24916 dengan tingkat signifikansi 0,3813, koefisien regresi variabel interaksi profitabilitas dengan *dummy size* (DPROF) adalah -0,160062 dengan tingkat signifikansi 0,7392 dan koefisien regresi variabel interaksi likuiditas dengan *dummy size* (DLIQ) adalah -0,013854 dengan tingkat signifikansi 0,5638. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel interaksi kebijakan utang dengan *dummy size* (DDEBT), interaksi profitabilitas dengan *dummy size* (DPROF) dan interaksi likuiditas dengan *dummy size* (DLIQ) memiliki pengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen (DIV).

Meskipun sudah dilakukan analisis sensitivitas, ternyata tidak ada pengaruh antara variabel interaksi kebijakan utang dengan dummy size (DDEBT), interaksi profitabilitas dengan *dummy size* (DPROF) dan interaksi likuiditas dengan dummy size (DLIQ) terhadap kebijakan dividen (DIV). Jadi, tidak ada dampak *size* dalam likuiditas maupun kebijakan utang dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Sehingga hal ini menentang *size effect*, karena pada *size effect* menjelaskan bahwa ukuran perusahaan mempengaruhi kebijakan dividen, dimana perusahaan kecil memiliki *return* yang lebih besar dibandingkan perusahaan besar karena risiko kebangkrutan pada perusahaan kecil lebih besar sehingga investor mengharapkan *return* yang lebih tinggi. *Return* yang dimaksud adalah dividen (Liu, 2006, dalam Crain, 2011).

Pengaruh tidak signifikan ini terjadi karena perbedaan antara perusahaan besar dengan perusahaan kecil tidak terlalu jauh atau tidak terlalu signifikan, dimana pembagiannya dilakukan hanya dengan memberikan rating pada masing-masing perusahaan (berjumlah 26 perusahaan) sesuai *total asset* kemudian dari 26 perusahaan dibagi menjadi dua bagian yaitu kelompok perusahaan besar (rating 1-13) dan kelompok perusahaan kecil (rating 14-26). Hal ini mengakibatkan perbedaan kedua kelompok tersebut tidak terlalu signifikan.

Nilai dari koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,088851 menunjukkan bahwa kebijakan dividen hanya dapat dijelaskan oleh variabel kebijakan utang, profitabilitas, likuiditas, dummy size dan interaksi likuiditas dengan dummy size sebesar 0,088851 atau 8,9%. Sedangkan sisanya yaitu sebesar 91,1% dijelaskan oleh variabel-variabel selain variabel penelitian ini.

KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis yang telah dibahas sebelumnya, menggunakan uji F didapatkan hasil bahwa variabel kebijakan utang, profitabilitas dan likuiditas secara serempak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan pada sektor barang konsumsi yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia selama periode 2008-2011. Hal ini menandakan bahwa model dapat digunakan untuk memprediksi faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis yang telah dibahas sebelumnya, menggunakan uji t diketahui bahwa variabel kebijakan utang memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, variabel profitabilitas memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, variabel likuiditas memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen dan variabel interaksi kebijakan utang, profitabilitas dan likuiditas memiliki pengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan yang tergabung di sektor industri manufaktur selama periode 2008-2011.

Nilai dari koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,088851 menunjukkan bahwa kebijakan dividen hanya dapat dijelaskan oleh variabel kebijakan utang, profitabilitas, likuiditas, *dummy size* dan interaksi likuiditas dengan *dummy size* sebesar 0,088851 atau 8,9%. Sedangkan sisanya yaitu sebesar 91,1% dijelaskan oleh variabel-variabel selain variabel penelitian ini.

Berdasarkan hasil penelitian maka dapat dibuat beberapa rekomendasi sebagai berikut: (1) Rekomendasi bagi pihak manajemen yang tingkat utangnya tinggi adalah mengurangi utang agar perusahaan mampu membagikan dividen dengan jumlah yang lebih tinggi. Rekomendasi bagi pihak investor adalah memilih perusahaan dengan tingkat utang yang rendah sehingga investor pun akan memperoleh return berupa dividen yang tinggi. (2) Rekomendasi bagi pihak manajemen yang tingkat profitabilitasnya tinggi adalah mengurangi biaya dan meningkatkan penjualan serta berinvestasi pada proyek-proyek menguntungkan agar mampu meningkatkan profitabilitas dan dividen yang dibagikan. Rekomendasi bagi investor adalah mencari perusahaan dengan profit yang tinggi agar mendapatkan return berupa dividen yang tinggi pula. (3) Rekomendasi bagi pihak manajemen yang tingkat likuiditasnya tinggi adalah mengurangi investasi-investasi yang tidak menguntungkan sehingga dividen yang dibagikan meningkat. Rekomendasi bagi pihak investor adalah mencari perusahaan dengan tingkat likuiditas yang rendah sehingga mendapatkan dividen yang tinggi.

DAFTAR PUSTAKA

Andriani, Sylvia, 2011, Kebijakan Dividen pada Badan Usaha – Badan Usaha Sektor Manufaktur yang Terdaftar pada Bursa Efek Indonesia Selama

- Periode 2005-2009: Sebuah Studi Eksplanatori, *Skripsi*, Universitas Surabaya.
- Anand, Manoj, 2004, Factors Influencing Dividend Policy Decisions of Corporate India, *The ICAI Journal of Applied Finance*.
- Anil, K. dan Kapoor, S., 2008, Determinants of Dividend Payout Ratios – A Study of Indian Information Technology Sector, *International Research Journal of Finance and Economics* – Issue 15.
- Crain, M.A., 2011, A Literature Review of the Size Effect, *Working Paper*, Florida Atlantic University.
- Damodaran, Aswath, 2001, *Corporate Finance Theory and Practice*, Second Edition, Hermitage Publishing Service, Wiley International Edition.
- Darminto, 2008, Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Dividen, *Jurnal Ilmu-Ilmu Sosial*, Vol. 20, No. 2.
- Deitiana, Tita, 2009, Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Pembayaran Dividen Kas, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 11 No. 1, Hlm . 57-64.
- Dewi, S. C., 2008, Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 10, No. 1 : 48-57.
- Fama, E.F., dan French, K.R., 2001, Disappearing Dividend : Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay, *Journal of Financial Economics*, Vol. 60 : 3-43.
- Gitman, L.J., 2009, *Principles of Managerial Finance*, 12th Edition, Pearson International Edition.
- Gupta, Amitabh dan Banga, Charu, 2010, The Determinants of Corporate Dividend Policy, *Decision*, Vol. 37, No. 2.
- Gujarati, D. N., 2004, *Basic Econometrics*, 4th Edition, McGraw-Hill.
- Gusaptono, R. Hendri, 2010, Faktor-Faktor yang Mendorong Penciptaan Nilai Perusahaan di BEI, *Buletin Ekonomi*, Vol. 8, No. 2, Hlm. 70-170.
- Islamiyah, Rizki, 2012, Pengaruh Free Cash Flow, Profitabilitas, Likuiditas, Leverage dan Growth terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di BEI, *Skripsi*, Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas.
- Jensen, Michael. C., 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, Hlm. 323-329.
- Jensen, M. C. dan Meckling, W. H., 1976, Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, Hlm. 305-360.
- Kadir, Abdul, 2010, Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen pada Perusahaan Credit Agencies Go Public di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Manajemen dan Akuntansi*, Vol. 11, No. 1.
- Lopolusi, Ita, 2013, Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Sektor Manufaktur yang Terdaftar di PT Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2011, *Skripsi*, Universitas Surabaya.

- Mahadwartha, P.A, 2002, Interdependensi antara Kebijakan Leverage dengan Kebijakan Dividen: Perspektif Teori Keagenan, *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen dan Ekonomi* 2 No. 2.
- Megginson, W. L., 1997, *Corporate Finance Theory*, Addison Wesley.
- Miller, M. H., dan Rock, K., 1985, Dividend Policy under Asymmetric Information, *Journal of Finance*, No. 40: Jlm. 1031-1052.
- Padnyawati, K. D., 2010, Pengaruh Aliran Kas, Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Keputusan Pembayaran Dividen, *Thesis*, Universitas Udayana.
- Ramachandran, A. dan Packkirisamy, 2010, The Impact of Firm Size on Dividend Behaviour: A Study with Reference to Corporate Firms across Industries in India, *Managing Global Transitions*, 8 (1): 49-78.
- Smith, et al, 2008, Sensitivity Analysis: a Powerful System Validation Technique, *The Open Cybernetics and Systemics Journal*, 2, 39-56.
- Smits, R, 2012, Effect of a Financial Crisis on the Dividend Payout Policy of a Firm, *Thesis*, Master Thesis Tilburg University.
- Sofi, 2012, Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Debt Maturity pada Pinjaman Korporasi di Indonesia Periode 2000-2010, *Skripsi*, Universitas Surabaya.
- Sofyaningsih, Sri dan Hardiningsih, Pancawati, 2011, Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang dan Nilai Perusahaan, *Dinamika Keuangan dan Perbankan*, Vol. 3: 68-87.
- Sudarsi, Sri, 2002, Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio pada Industri Perbankan yang Listed di Bursa Efek Jakarta (BEJ), *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*.
- Suharli, Michell, 2006, Studi Empiris Mengenai Pengaruh Profitabilitas, Leverage, dan Harga Saham terhadap Jumlah Dividen Tunai (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003), *Jurnal MAKSI*, Vol. 6 No. 2 : 243-256.
- Sulistyowati, et al, 2010, Pengaruh Profitabilitas, Leverage, dan Growth terhadap Kebijakan Dividen dengan Good Corporate Governance sebagai Variabel Intervening, *Simposium Nasional Akuntansi XIII Purwokerto*.
- Sundjaja dan Barlian, 2003, *Manajemen Keuangan*, Literata Lintas Media.
<http://www.idx.co.id> diunduh pada 18 Maret 2013