

**PENGARUH *LEVERAGE* DAN LIKUIDITAS TERHADAP KEBIJAKAN
DIVIDEN DENGAN PROFITABILITAS SEBAGAI VARIABEL INTERVENING
DI BEI**

Ni Luh Ayu Putri Cahyani¹

Ida Bagus Badjra²

^{1,2}Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, Bali, Indonesia
email: ayuputri.cc@gmail.com

ABSTRAK

Kebijakan dividen merupakan keputusan keuangan yang dilakukan oleh perusahaan setelah perusahaan beroperasi dan memperoleh laba. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *leverage* dan likuiditas terhadap kebijakan dividen dengan profitabilitas sebagai variabel moderasi di BEI. Metode yang digunakan untuk menentukan sampel adalah *non-probability* yaitu *purposive sampling* dengan ukuran sampel sebanyak 51 perusahaan manufaktur yang di BEI sesuai kriteria tertentu. Pengumpulan data dilakukan dengan metode observasi non partisipan. Teknik analisis data yang digunakan adalah analisis jalur atau *path analysis* disertai dengan uji sobel. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas dan kebijakan dividen. Likuiditas berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas, namun tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. *Leverage* secara tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen melalui profitabilitas, sedangkan likuiditas secara berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen melalui profitabilitas. Implikasi praktis yang diperoleh dari penelitian ini bahwa hendaknya ketiga variabel tersebut memperoleh perhatian lebih besar dari manajemen keuangan perusahaan manufaktur dalam menentukan kebijakan dividen.

Kata kunci: *leverage*, likuiditas, profitabilitas, kebijakan dividen

ABSTRACT

The dividend policy is a financial decision made by the company after the company operates and makes a profit. This study aims to determine the effect of leverage and liquidity on dividend policy with profitability as a moderation variable in the BEI. The method used to determine the sample is non-probability that is purposive sampling with sample size of 51 manufacturing companies on the BEI according to certain criteria. Data collection was done by non participant observation method. Data analysis technique used is path analysis or path analysis along with the test of sobel. The results showed that leverage has a significant effect on profitability and dividend policy. Liquidity has a significant effect on profitability, but not significant to dividend policy. Leverage has no significant effect on dividend policy through profitability, while liquidity significantly influences dividend policy through profitability. The practical implication of this research is that the three variables are getting bigger attention from the financial management of the manufacturing company in determining the dividend policy.

Keywords: *leverage, liquidity, profitability, dividend policy*

PENDAHULUAN

Salah satu aspek yang bisa digunakan manajer keuangan dalam menetapkan strategi jangka panjang yang menguntungkan maupun strategi jangka pendek yang efektif yaitu dengan menggunakan rasio keuangan. Analisis rasio keuangan adalah suatu teknik analisis yang menghubungkan antara satu pos dengan pos lainnya baik dalam neraca atau laba rugi maupun kombinasi dari kedua laporan keuangan untuk mengetahui kondisi keuangan perusahaan (Wiagustini, 2010). Tujuan dari analisis ini yaitu untuk mengetahui sejauh mana kinerja perusahaan yang telah tercapai.

Odawo dan Ntoiti (2015) meneliti pengaruh beberapa faktor-faktor analisis keuangan terhadap kebijakan dividen, dimana ditemukan terdapat hubungan negatif dan signifikan antara likuiditas dan dividen pembayaran. Ini berarti bahwa likuiditas statistik signifikan dalam menjelaskan dividen dan dengan demikian likuiditas perusahaan memiliki pengaruh negatif yang menegaskan bahwa perusahaan dengan likuiditas pasar yang lebih tinggi membayar lebih rendah dividen. Selanjutnya, penelitian ini menyatakan bahwa profitabilitas memiliki hubungan yang positif dan signifikan dengan dividen pembayaran. Hasilnya menunjukkan bahwa profitabilitas perusahaan yang tinggi akan menyebabkan rasio dividen yang lebih tinggi. Ketiga, dikemukakan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif pada dividen payout dan terakhir, *leverage* memiliki hubungan positif dan signifikan dengan pembayaran dividen.

Faktor-faktor yang memengaruhi dividen dalam penelitian sebelumnya mendasari penelitian ini menggunakan 3 faktor pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Ketiga faktor tersebut adalah *leverage*, likuiditas dan profitabilitas. Pemilihan 3 faktor tersebut karena faktor-faktor tersebut merupakan faktor internal perusahaan, dimana

kondisi internal tersebut menggambarkan bagaimana pengelolaan keuangan dan kinerja perusahaan.

Variabel pertama yang dapat memengaruhi kebijakan dividen yaitu *leverage*. *Leverage* atau yang sering pula disebut dengan aspek solvabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajibannya baik jangka panjang maupun jangka pendek, dan menilai sejauh mana perusahaan dibiayai oleh utang (Wiagustini, 2010). Anvari dan Seyed (2015) menyatakan hubungan antara rasio *leverage* dan rasio dividen ditinjau dan dinyatakan bahwa perusahaan yang memiliki rasio utang tinggi, cenderung memiliki tingkat dividen yang lebih rendah. Begitu pula Kuzucu (2015) yang menemukan adanya hubungan yang negatif dan signifikan antara *leverage* dan kebijakan dividen. Asif *et al.* (2011) juga meneliti pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen, menemukan korelasi negatif yang signifikan antara *leverage* dan dividen. Hasil yang signifikan antara *leverage* dan dividen juga dikemukakan oleh Osegbue *et al.* (2014). Nilai koefisien menunjukkan bahwa *leverage* memiliki hubungan positif dengan kebijakan dividen pada perusahaan perbankan. Ini berarti bahwa bank-bank yang membayar dividen yang tinggi biasanya memiliki *leverage* yang tinggi dalam periode yang diteliti. Hasil penelitian yang lain menunjukkan bahwa ada hubungan negatif dan signifikan antara *leverage* dan kebijakan dividen (Ahmad dan Wardani, 2014).

Variabel kedua yang dapat memengaruhi kebijakan dividen yaitu likuiditas. Menurut Sartono (2009), likuiditas merupakan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban finansial yang berjangka pendek tepat pada waktunya. Semakin tinggi nilai rasio likuiditas berarti semakin besar kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Perusahaan yang memiliki likuiditas yang baik maka dianggap memiliki kinerja yang baik pula oleh investor, karena semakin tinggi likuiditas maka

kemampuan perusahaan untuk menyediakan dana untuk pembyaaran dividen kepada pemegang saham juga semakin besar.

Ahmed (2014) meneliti tentang hubungan linear antara likuiditas dan dividen dibayar tunai. Hasil penelitian tersebut menunjukkan signifikan hubungan antara kas bersih yang dilaporkan pada akhir tahun dan uang tunai dividen. Hal ini menunjukkan bahwa pembayaran dividen tunai dilakukan ketika mereka memiliki keseimbangan yang wajar dari kas bersih setelah memperhitungkan operasi, investasi, dan pendanaan. Apabila terjadi peningkatan pada likuiditas suatu perusahaan dengan asumsi variabel lainnya konstan, maka akan diikuti dengan kenaikan dividen kas. Sedangkan Dewi (2016) mengemukakan bahwa likuditas berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap dividen. Hal ini berarti tinggi rendahnya likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen tunai pada perusahaan.

Selain *leverage* dan likuditas, terdapat variabel lain yang dapat memengaruhi kebijakan dividen yaitu profitabilitas. Kebijakan dividen dari perusahaan berkaitan dengan keputusan tentang pembagian keuntungan dalam bentuk dividen dan retensi keuntungan untuk digunakan lebih lanjut dalam bisnis.

Hasil penelitian Anvari (2015) menunjukkan signifikan positif antara *return on equity* sebagai proksi profitabilitas terhadap dividen. Dengan kata lain, dapat dikatakan bahwa dengan peningkatan profitabilitas, persentase dividen untuk setiap saham juga meningkat. Penelitian lain menunjukkan bahwa ada hubungan negatif dan tidak signifikan antara dividend payout dan profitabilitas. Peningkatan dalam pembayaran dividen biasanya akan mengurangi tingkat keuntungan perusahaan (Osegbue *et al.*, 2014). Profitabilitas memiliki efek positif tetapi tidak signifikan pada dividend payout. Ini berarti bahwa perubahan profitabilitas tidak diharapkan memiliki pengaruh yang

signifikan pada pembayaran dividen. Hal ini terjadi ketika perusahaan memutuskan untuk memiliki pembayaran dividen tertentu (Elmi dan Muturi, 2016).

Enekwe *et al.* (2014) menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap profitabilitas. Khan dan Ali (2016) menyebutkan bahwa likuiditas berpengaruh positif dan signifikan profitabilitas. Fitri dkk. (2016) berpendapat bahwa profitabilitas memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan Osegbue *et al.* (2014) berpendapat bahwa profitabilitas tidak signifikan dan berhubungan negatif dengan rasio pembayaran dividen .

Ketidakkonsistenan yang terjadi pada hasil penelitian sebelumnya (*gap research*) merupakan alasan menjadikan profitabilitas sebagai variable *intevening* pada penelitian ini. Profitabilitas diduga sebagai variable lain yang turut memengaruhi hubungan variable *leverage* dengan kebijakan dividen dan likuiditas dengan kebijakan dividen.

Perusahaan sektor manufaktur dipilih sebagai objek penelitian karena perusahaan sektor manufaktur merupakan sektor industri yang paling besar di Indonesia, sehingga memudahkan peneliti untuk memperoleh sampel penelitian yang beragam dalam jumlah yang cukup sesuai dengan keinginan peneliti. Akibat timbulnya *research gap* dan hasil *prasurey* yang fluktuatif tersebut membuat peneliti tertarik untuk meneliti variable-variabel tersebut kembali.

Kebijakan penggunaan utang dapat memberikan suatu signal atau tanda bagi investor bahwa kebijakan pendanaan dapat meningkatkan profitabilitas (Alfisah, 2016). Menurut Myers dalam *pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat utangnya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah. Teori *pecking order* inilah salah satu yang mendukung argumen pengaruh negatif antara hutang

dan profitabilitas. Perusahaan-perusahaan yang profitable umumnya meminjam dana dalam jumlah yang sedikit.

AlGhusin (2015) juga menemukan hubungan yang negatif antara *leverage* dan profitabilitas. Penelitiannya menunjukkan bahwa terdapat hubungan signifikan dan negatif antara *leverage* dan profitabilitas perusahaan. Perusahaan yang memiliki *Leverage* tinggi memiliki profitabilitas yang lebih rendah dan perusahaan *leverage* yang lebih rendah memiliki lebih tinggi profitabilitas. Sedangkan Alkhatib (2012) menemukan bahwa *Leverage* memiliki hubungan yang tidak signifikan dengan profitabilitas.

H1 : *Leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap profitabilitas

Leverage ditemukan tidak signifikan dan positif mengasosiasikan dengan *dividend payout ratio* dan oleh karena itu, tidak ada hubungan yang signifikan antara kebijakan dividen payout dan *leverage* (Osegbue *et al.*, 2014). Asif *et al.* (2011) juga meneliti pengaruh *Leverage* terhadap kebijakan dividen dan menemukan korelasi negatif yang signifikan antara *leverage* keuangan dan dividen. Hasil yang signifikan antara *leverage* dan dividen juga dikemukakan oleh Osegbue *et al.* (2014). Nilai koefisien menunjukkan bahwa *leverage* memiliki hubungan positif dengan kebijakan dividen di perusahaan perbankan. Ini berarti bahwa bank-bank yang membayar dividen yang tinggi biasanya berjalan ke *leverage* yang tinggi dalam periode yang diteliti. Hasil penelitian yang lain menunjukkan bahwa ada hubungan negatif dan signifikan antara *leverage* dan kebijakan dividen (Ahmad dan Wardani, 2014).

H2 : *Leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan Dividen

Alshatti (2015) mengungkapkan terdapat pengaruh yang positif dan signifikan likuiditas terhadap dividen pada perusahaan perbankan, baik pada ROA ataupun ROE. Ehiedu (2014) juga menyatakan bahwa terdapat korelasi positif yang signifikan antara

rasio lancar dan profitabilitas yang diukur dengan return on asset (ROA). Penelitian Khan dan Ali (2016) mengungkapkan bahwa faktor likuiditas yang diproyeksikan dengan CR berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas yang diproyeksikan dengan ROA. Hubungan yang positif antara CR dengan ROA mempunyai arti bahwa kenaikan likuiditas akan diikuti oleh kenaikan profitabilitas perusahaan.

H3 : Likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas

Ahmed (2015) mengungkapkan bahwa likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Dewi (2016) menyatakan pengaruh langsung likuiditas terhadap dividen tunai yaitu berpengaruh negatif tidak signifikan. Hal ini berarti tinggi rendahnya likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen tunai pada perusahaan.

H4 : Likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

Hasil penelitian Askari dan Anvari (2015) menunjukkan korelasi positif yang signifikan antara *return on equity* sebagai indeks profitabilitas penelitian dan dividen per saham. Dengan kata lain, dapat mengklaim bahwa dengan peningkatan profitabilitas, persentase dividen untuk setiap saham juga meningkat. Hal ini sesuai dengan *signaling theory* yang menyatakan bahwa kenaikan dividen merupakan suatu signal kepada para investor bahwa manajemen meramalkan suatu penghasilan yang baik dimasa yang akan datang. Perusahaan yang memiliki laba yang besar akan menentukan kebijakan dividen kepada pemegang saham yang lebih besar pula.

H5 : Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen

Hasil penelitian Askari dan Anvari (2015) menunjukkan korelasi positif yang signifikan antara *return on equity* sebagai indeks profitabilitas penelitian dan dividen per saham. Dengan kata lain, dapat mengklaim bahwa dengan peningkatan profitabilitas,

persentase dividen untuk setiap saham juga meningkat. Semakin tinggi tingkat utang perusahaan maka semakin besar pula kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dari dana eksternal tersebut. Semakin tinggi kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan berarti semakin tinggi pula jumlah pembayaran dividen yang dapat dilakukan oleh perusahaan kepada pemegang saham.

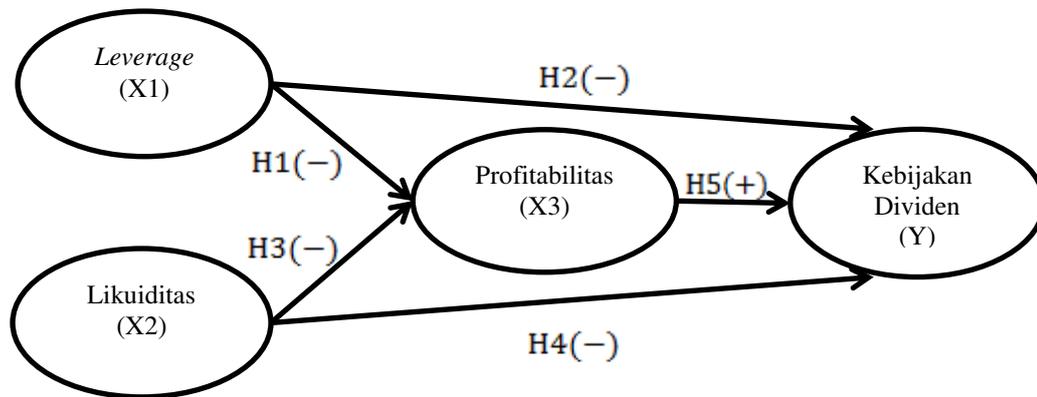
H6 : Profitabilitas mampu memediasi hubungan antara *leverage* dan kebijakan dividen.

Alshatti (2015) mengungkapkan terdapat pengaruh yang positif dan signifikan likuiditas terhadap dividen pada perusahaan perbankan, baik pada ROA ataupun ROE. Ehiedu (2014) juga menyatakan bahwa terdapat korelasi positif yang signifikan antara rasio utang lancar dan profitabilitas yang diukur dengan *return on equity* (ROE). Penelitian Khan dan Ali (2016) mengungkapkan bahwa faktor likuiditas yang diproyeksikan dengan CR berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas yang diproyeksikan dengan ROE. Hubungan yang positif antara CR dengan ROE mempunyai arti bahwa kenaikan likuiditas akan diikuti oleh kenaikan profitabilitas perusahaan.

H7 : Profitabilitas mampu memediasi hubungan antara likuiditas dan kebijakan dividen.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif yang bersifat asosiatif untuk meneliti data yang bersifat statistik serta menguji suatu hipotesis. Penelitian asosiatif adalah suatu penelitian dengan tujuan untuk mengetahui hubungan antara dua variabel atau lebih (Sugiyono, 2010). Penelitian ini meneliti bagaimana pengaruh *leverage* dan likuiditas terhadap kebijakan dividen dengan profitabilitas sebagai variabel intervening.



Gambar 1. Desain Penelitian

Sumber: Data diolah, 2017

Ruang lingkup wilayah penelitian ini adalah perusahaan pada sektor Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2015. Objek penelitian dalam penelitian ini yaitu *Leverage* yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER), Likuiditas yang diproksikan dengan *Current Assets*, Profitabilitas yang diproksikan dengan *Return on Equity* (ROE) dan Kebijakan Dividen yang diproksikan dengan *Dividen Payout Ratio*.

Variabel eksogen dalam penelitian ini yaitu *Leverage* (X1) dan Likuiditas (X2). Variabel endogen dalam penelitian ini yaitu Kebijakan Dividen (Y) dan yang menjadi variabel intervening dalam penelitian ini yaitu Profitabilitas (X3)

Dalam penelitian ini peneliti menggunakan rasio *total debt to equity ratio* pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI periode 2013-2015, karena *debt to equity ratio* menggambarkan perbandingan hutang dan ekuitas dalam pendanaan perusahaan dan menunjukkan kemampuan modal perusahaan sendiri untuk memenuhi seluruh kewajibannya dan apabila semakin tinggi *debt to equity ratio* menunjukkan semakin besar total hutang terhadap total ekuitas, juga akan

menunjukkan semakin besar ketergantungan perusahaan terhadap pihak luar sehingga tingkat risiko perusahaan semakin besar.

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Jumlah Utang}}{\text{Ekuitas}} \times 100\% \dots \dots \dots (1)$$

Dalam penelitian ini menggunakan *current ratio*. *Current ratio* yang rendah biasanya dianggap menunjukkan terjadinya masalah dalam likuidasi, sebaliknya *current ratio* yang terlalu tinggi juga kurang bagus, karena menunjukkan banyaknya dana menganggur yang pada akhirnya dapat mengurangi kemampuan menghasilkan laba, yang secara tidak langsung berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan (Hantono, 2015).

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Utang Lancar}} \times 100\% \dots \dots \dots (2)$$

Dalam penelitian ini peneliti menggunakan return on investement atau return on assets. Peningkatan ROA setiap periodenya menunjukkan bahwa manajemen memberikan para investor keuntungan yang meningkat setiap periodenya untuk investasi lewat pembagian dividen. Kebijakan dividen yang diterapkan oleh perusahaan tentunya tidak lepas dari penilaian return on equity yang tinggi. Sehingga suatu perusahaan dapat mengasumsikan seberapa besar dividen yang dibagikan (Sarmiento dan Dana, 2016).

$$\text{Return on assets} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Assets}} \times 100\% \dots \dots \dots (3)$$

Dividen Payout Ratio (DPR) dapat digunakan untuk mengukur tingkat kebijakan dividen, dimana merupakan alat ukur yang mencerminkan pembagian laba perusahaan untuk setiap pendapatan saham yang dimiliki oleh pemegang saham. *Earning per share* yang tinggi mencerminkan bahwa perusahaan berhasil mengelola keuangannya, sehingga

dapat membagikan laba dalam bentuk dividen dan meningkatkan minat para pemegang saham untuk berinvestasi (Sarmiento dan Dana, 2016).

$$DPR = \frac{\text{Dividend per Share}}{\text{Earning per Share}} \times 100\% \dots\dots\dots(4)$$

Data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sampel dalam penelitian ini yaitu perusahaan manufaktur yang memnuhi kriteria tertentu. Kriteria-kriteria yang digunakan yaitu sebagai berikut. 1) Perusahaan manufaktur yang mempublikasikan laporan tahunan pada periode tahun 2013-2015. 2) Perusahaan manufaktur yang membayar dividen pada periode tahun 2013-2015. 3) Perusahaan manufaktur yang didalam laporan keuangannya memuat angka untuk menghitung proksi pada variable yang diteliti yakni *leverage*, likuiditas, profitabilitas dan kebijakan dividen.

Tabel 1.
Kriteria Sampel Penelitian

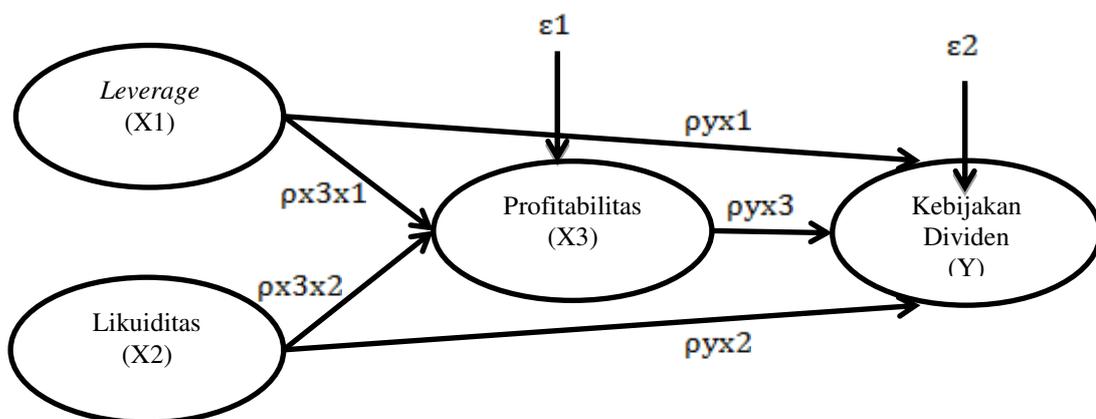
NO	KRITERIA	JUMLAH
1	Jumlah Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2015	143
2	Jumlah Perusahaan Manufaktur yang tidak mempublikasikan laporan keuangan periode 2013-2015	(7)
3	Jumlah Perusahaan manufaktur yang tidak membayar dividen selama periode 2013-2015	(119)
Total Perusahaan		17

Sumber: Laporan Keuangan Tahunan BEI, 2017 (data diolah)

Periode penelitian yang akan digunakan yaitu selama 3 periode yaitu 2013-2015, sehingga jumlah unit analisis yaitu sebanyak 17 perusahaan selama 3 periode

pengamatan. Kemudian, didapat jumlah pengamatan secara keseluruhan yaitu sebanyak 51 pengamatan.

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode observasi non partisipan. Penelitian ini menggunakan analisis jalur sebagai teknik analisis data. Analisis jalur merupakan perluasan dari analisis regresi linier berganda, untuk menaksir hubungan kasualitas antar variabel yang berjenjang berdasarkan teori. Hubungan antar variabel ditunjukkan oleh anak panah. Anak panah berkepala satu merupakan hubungan regresi atau pengaruh langsung antar variabel, sedangkan anak panah berkepala dua adalah hubungan korelasi jika didalam model terdapat lebih dari satu variabel eksogen, maka antarvariabel eksogen ini harus dihubungkan dengan anak panah berkepala dua (Utama, 2014). Analisis jalur hanya dapat digunakan untuk hubungan recursive dengan anak panah satu arah (tidak bolak balik).



Gambar 2. Hubungan Struktur X1, X2 dan X3 terhadap Y

Sumber: Data diolah, 2017

Persamaan dalam *path analysis* penelitian ini yaitu sebagai berikut.

Sub-Struktur 1

$$X_3 = \rho_{x_3x_1} X_1 + \rho_{x_3x_2} X_2 + \rho_{x_3\epsilon_1} \dots \dots \dots (5)$$

Sub-Struktur 2

$$Y = \rho_{yx_1} X_1 + \rho_{yx_2} X_2 + \rho_{yx_3} X_3 + \rho_{y\epsilon_2} \dots \dots \dots (6)$$

Keterangan:

- Y = Kebijakan Dividen
- ρ = Koefisien Regresi
- X1 = *Leverage*
- X2 = Likuiditas
- X3 = Profitabilitas
- e* = *error*

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 2.
Regresi Struktur I

Variabel	Unstandardized		Standardized	t	Sig
	Coefficients		Coefficients		
	B	Std.Error	Beta		
Constant	0.118	0.020		5.820	0.000
X1	-0.045	0.110	-0.491	-4.301	0.000
X2	0.015	0.005	0.345	3.025	0.004
R Square	= 0.528		F Hitung	= 26.899	
Adj R ²	= 0.509		Sig F	= 0.000	

Sumber: Data diolah, 2017

Tabel 3.
Regresi Struktur 2

Variabel	Unstandardized		Standardized	t	Sig
	Coefficients		Coefficients		
	B	Std.Error	Beta		
Constant	25.677	9.784		2.624	0.012
X1	-12.338	4.594	-0.316	-2.686	0.010
X2	-2.401	2.031	-0.129	-1.182	0.243
X3	267.373	53.425	0.633	5.005	0.000
R Square	= 0.646		F Hitung	= 28.535	
Adj R ²	= 0.623		Sig F	= 0.000	

Sumber: Data diolah, 2017

Tabel diatas menunjukkan persamaan regresi yang dibentuk pada penelitian ini adalah sebagai berikut.

Struktur 1

$$X3 = \rho_{x3x1} X1 + \rho_{x3x2} X2 + \epsilon_1$$

$$X3 = -0.491X1 + 0.345X2 + e_1$$

$$ROA = -0.491 DER + 0.345 CR + e_1$$

Struktur 2

$$Y = \rho_{yx1} X1 + \rho_{yx2} X2 + \rho_{yx3} X3 + \epsilon_2$$

$$Y = -0.316X1 + -0.129X2 + 0.633X3 + e_1$$

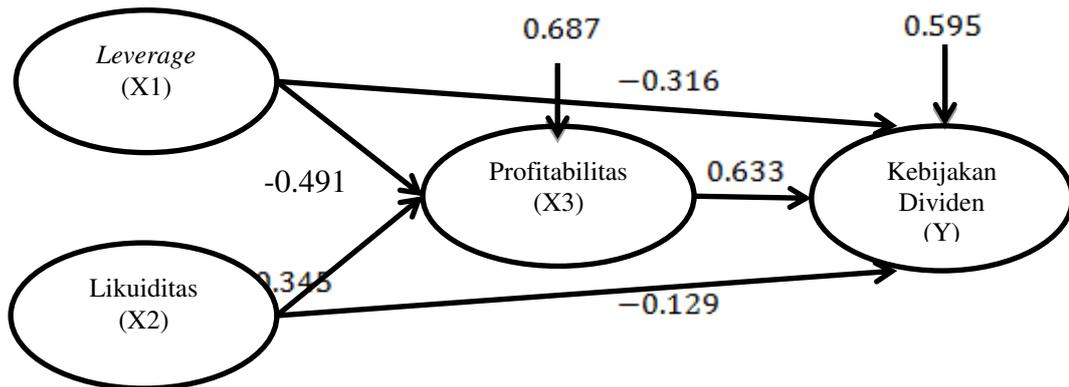
$$DPR = -0.316 DER + -0.129 CR + 0.633 ROA + e_1$$

Standar eror dalam dihitung sehingga dapat dibentuk model diagram jalur akhir sebagai berikut:

$$e_i = \sqrt{1 - R^2}$$

$$e_1 = \sqrt{1 - R^2} = \sqrt{1 - 0.528} = 0.687$$

$$e_2 = \sqrt{1 - R^2} = \sqrt{1 - 0.646} = 0.595$$



Gambar 3. Validasi Model Jalur Antarvariabel

Sumber: Data diolah, 2017

Hasil Uji Koefisien Determinasi

Pemeriksaan validitas model dapat dilakukan dengan menghitung koefisien determinasi total dimana hasilnya dapat diperoleh sebagai berikut.

$$R^2_m = 1 - (e_1)^2(e_2)^2$$

$$R^2_m = 1 - (0.687)^2(0.595)^2$$

$$R^2_m = 1 - 0.1671$$

$$R^2_m = 0.8329$$

Perhitungan diatas mendapatkan hasil koefisien determinasi total sebesar 0,8329. Ini berarti variasi data dipengaruhi oleh model adalah sebesar 83,29% atau dengan kata

lain informasi yang terkandung dalam data adalah 83,29% yang dapat dijelaskan oleh model, sedangkan sisanya 16.71% dijelaskan oleh variable lain diluar model.

Hasil Uji Kelayakan Model (Uji F)

Pengujian kelayakan model dilakukan sebelumnya menguji hipotesis. Jika hasil dari uji F adalah signifikan, maka artinya kedua variable bebas memengaruhi secara simultan variable terikat dan model yang digunakan dianggap layak uji. Pada Tabel 4.3 dapat dilihat nilai signifikan uji F yaitu sebesar 0,000 yang lebih kecil dari 5% atau 0.05, sehingga menunjukkan bahwa struktur 1, yaitu *leverage* dan likuiditas berpengaruh secara simultan terhadap profitabilitas. Model ini dianggap layak uji dan pembuktian hipotesis dapat dilakukan. Pada Tabel 4.4 dapat dilihat nilai signifikan uji F yaitu sebesar 0,000 yang lebih kecil dari 5% atau 0.05, sehingga menunjukkan bahwa struktur 2, yaitu *leverage*, likuiditas dan profitabilitas berpengaruh secara simultan terhadap kebijakan dividen. Model ini dianggap layak uji dan pembuktian hipotesis dapat dilakukan.

Hasil Uji Sobel

$$Z = \frac{ab}{\sqrt{b^2Sa^2 + a^2Sb^2 + Sa^2Sb^2}}$$

$$Z = \frac{(-0.045)(267.373)}{\sqrt{267.373^2 \cdot 0.110^2 + (-0.045)^2 \cdot 53.425^2 + 0.110^2 \cdot 53.425^2}}$$

$$Z = 0.3998$$

Hasil perhitungan uji sobel pengaruh likuiditas (X2) terhadap kebijakan dividen (Y) melalui profitabilitas (X3) tersaji berikut ini:

$$Z = \frac{ab}{\sqrt{b^2Sa^2 + a^2Sb^2 + Sa^2Sb^2}}$$

$$Z = \frac{(0.015)(267.373)}{\sqrt{267.373^2 \cdot 0.005^2 + (0.015)^2 \cdot 53.425^2 + 0.005^2 \cdot 53.425^2}}$$

$$Z = 2.536$$

Hasil perhitungan uji sobel pengaruh leverage (X1) terhadap kebijakan dividen (Y) melalui profitabilitas (X3) diperoleh nilai Z_{hitung} 0.3998. Z_{hitung} lebih kecil dari 1,96 yang berarti tidak terdapat pengaruh tidak langsung variabel eksogen terhadap variabel endogen melalui mediator. Hasil ini menunjukkan bahwa hasil $Z = 0.3998$ yang berarti profitabilitas tidak mampu memediasi pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen.

Hasil perhitungan uji sobel pengaruh likuiditas (X2) terhadap kebijakan dividen (Y) melalui profitabilitas (X3) diperoleh nilai Z_{hitung} 2.536. Z_{hitung} lebih kecil dari 1,96 yang berarti tidak terdapat pengaruh tidak langsung variabel eksogen terhadap variabel endogen melalui mediator. Hasil ini menunjukkan bahwa profitabilitas secara signifikan memediasi pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *Leverage* Terhadap Profitabilitas

Hasil pengujian variabel *leverage* (DER) memiliki nilai signifikansi sebesar 0.000 yang berarti lebih kecil dari taraf signifikansi $\alpha = 0.05$. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis pertama yang menyatakan *leverage* berpengaruh negatif pada kebijakan dividen diterima. Hasil pengujian ini juga menghasilkan koefisien regresi senilai -0.045. Koefisien regresi menunjukkan arah pengaruh variabel bebas pada variabel terikat, sehingga dapat disimpulkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Meningkatnya *leverage* akan berpengaruh pada menurunnya kebijakan dividen yang diproksikan dengan *dividend payout ratio* (DPR) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini selaras dengan penelitian AlGhusin (2015).

Pengaruh *Leverage* Terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengujian variabel *leverage* (DER) memiliki nilai signifikansi sebesar 0.010 yang berarti lebih kecil dari taraf signifikansi $\alpha = 0.05$. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis kedua yang menyatakan *leverage* berpengaruh negatif pada kebijakan dividen diterima. Hasil pengujian ini juga menghasilkan koefisien regresi senilai -12.338. Koefisien regresi menunjukkan arah pengaruh variable bebas pada variable terikat, sehingga dapat disimpulkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Meningkatnya *leverage* akan berpengaruh pada menurunnya kebijakan dividen yang diprosikan dengan *dividend payout ratio* (DPR) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini selaras dengan penelitian yang dilakukan oleh Asif, Rasool dan Kamal (2011), Ahmad dan Wardani (2014), Kuzucu (2015) dan Azad & Yousaf (2014).

Hasil penelitian ini juga sesuai dengan teori Myers (1984) dimana perusahaan yang menggunakan tingkat utang yang tinggi cenderung memiliki tingkat keuntungan yang rendah. Perusahaan juga dikatakan cenderung memilih pendanaan internal dibandingkan dengan pendanaan eksternal (utang). Apabila pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu, seperti obligasi dan saham baru, sehingga perusahaan akan dapat membagikan dividen dengan yang lebih tinggi.

Pengaruh Likuiditas Terhadap Profitabilitas

Hasil pengujian variabel likuiditas (CR) memiliki nilai signifikansi sebesar 0.004 yang berarti lebih kecil dari taraf signifikansi $\alpha = 0.05$. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis ketiga yang menyatakan likuiditas berpengaruh negatif pada profitabilitas diterima. Hasil pengujian ini juga menghasilkan koefisien regresi senilai 0.015. Koefisien

regresi menunjukkan arah pengaruh variable bebas pada variable terikat, sehingga dapat disimpulkan bahwa likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan profitabilitas. Meningkatnya likuiditas akan berpengaruh pada meningkatnya profitabilitas yang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini selaras dengan penelitian Alshatti (2015), Ehiedu (2014) dan Khan & Ali (2016).

Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengujian variabel likuiditas (CR) memiliki nilai signifikansi sebesar 0.243 yang berarti lebih kecil dari taraf signifikansi $\alpha = 0.05$. Hasil pengujian ini juga menghasilkan koefisien regresi senilai -2.401. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis keempat yang menyatakan likuiditas berpengaruh negatif pada kebijakan dividen ditolak. Meningkatnya likuiditas tidak akan berpengaruh pada kebijakan dividen yang diprosikan dengan *dividend payout ratio* (DPR) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini selaras dengan penelitian Dewi (2016), Hossain. dkk, (2013).

Hasil penelitian ini juga sesuai dengan teori Myers (1984) dimana perusahaan yang menggunakan tingkat utang yang tinggi cenderung memiliki tingkat keuntungan yang rendah. Perusahaan juga dikatakan cenderung memilih pendanaan internal dibandingkan dengan pendanaan eksternal (utang). Apabila pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu, seperti obligasi dan saham baru, sehingga perusahaan akan dapat membagikan dividen dengan yang lebih tinggi.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengujian variabel profitabilitas (ROI) memiliki nilai signifikansi sebesar 0.000 yang berarti lebih kecil dari taraf signifikansi $\alpha = 0.05$. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis kelima yang menyatakan profitabilitas berpengaruh positif pada kebijakan dividen diterima. Hasil pengujian ini juga menghasilkan koefisien regresi senilai 267.273. Koefisien regresi menunjukkan arah pengaruh variabel bebas pada variabel terikat, sehingga dapat disimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Meningkatnya profitabilitas akan berpengaruh pada meningkatnya kebijakan dividen yang diprosikan dengan *dividend payout ratio* (DPR) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini selaras dengan penelitian Askari dan Anvari (2015) dan *signaling theory*.

Profitabilitas memediasi pengaruh leverage terhadap kebijakan dividen

Hasil perhitungan uji sobel pengaruh leverage (X1) terhadap kebijakan dividen (Y) melalui profitabilitas (X3) diperoleh nilai Z_{hitung} 0.3998. Z_{hitung} lebih kecil dari 1,96 yang berarti tidak terdapat pengaruh tidak langsung variabel eksogen terhadap variabel endogen melalui mediator. Hasil ini menunjukkan bahwa hasil $Z = 0.3998$ yang berarti profitabilitas tidak mampu memediasi pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis keenam yang menyatakan profitabilitas mampu memediasi pengaruh *leverage* pada kebijakan dividen ditolak. Meningkatnya *leverage* dan profitabilitas tidak akan berpengaruh pada kebijakan dividen yang diprosikan dengan *dividend payout ratio* (DPR) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hal ini selaras dengan penelitian yang dilakukan oleh Osegbue *et al.* (2014), Alfisah (2016) dan Dewi (2016).

Kebijakan penggunaan utang dapat memberikan suatu signal atau tanda bagi investor bahwa kebijakan pendanaan dapat meningkatkan profitabilitas (Alfisah, 2016).

Menurut *Signaling Theory* profitabilitas perusahaan yang tinggi akan digunakan untuk membayarkan dividen kepada pemegang saham dan perusahaan akan berusaha menyesuaikan rasio pembagian dividen dengan kesempatan investasi yang dihadapi, sehingga penelitian ini tidak sesuai dengan *Signaling Theory*. Hal ini berarti tingginya tingkat hutang mengakibatkan menurunnya tingkat keuntungan yang disebabkan sebagian keuntungan di alokasikan untuk membayar utang. Namun secara tidak langsung tingkat hutang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai (Dewi, 2016).

Profitabilitas Memediasi Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen

Hasil perhitungan uji sobel pengaruh likuiditas (X2) terhadap kebijakan dividen (Y) melalui profitabilitas (X3) diperoleh nilai Z_{hitung} 2.536. Z_{hitung} lebih kecil dari 1,96 yang berarti tidak terdapat pengaruh tidak langsung variabel eksogen terhadap variabel endogen melalui mediator. Hasil ini menunjukkan hipotesis ketujuh yang menyatakan bahwa profitabilitas secara signifikan memediasi pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen diterima. Meningkatnya likuiditas dan profitabilitas akan berpengaruh pada meningkatnya kebijakan dividen yang diprosikan dengan *dividend payout ratio* (DPR) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini selaras dengan penelitian Ahmed (2015) dan Ahmad & Wardani (2014).

Semakin tinggi nilai rasio likuiditas berarti semakin besar kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Perusahaan yang memiliki likuiditas yang baik maka dianggap memiliki kinerja yang baik pula oleh investor. Likuiditas perusahaan merupakan salah satu pertimbangan utama dalam kebijakan deviden.

Dividen merupakan arus kas keluar, maka semakin besar jumlah kas yang tersedia dan likuiditas perusahaan, semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba yang digunakan untuk membayar deviden. Oleh karena itu, likuiditas

yang tinggi dapat menarik minat investor untuk menanamkan modalnya atau berinvestasi pada perusahaan. Jadi, dapat disimpulkan bahwa profitabilitas mampu memperkuat pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan hasil analisis dan pengujian 51 data perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2013-2015, diperoleh kesimpulan sebagai berikut. *Leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap profitabilitas dan kebijakan dividen. Likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap profitabilitas namun tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Profitabilitas tidak mampu memediasi *leverage* terhadap kebijakan dividen. Dapat diartikan bahwa Hal ini berarti tingginya tingkat hutang mengakibatkan menurunnya tingkat keuntungan yang disebabkan sebagian keuntungan di alokasikan untuk membayar utang. pada saat perusahaan memiliki leverage yang tinggi mengakibatkan menurunnya keuntungan yang akan didapat perusahaan setelah beroperasi karena dialokasikan untuk membayar utang.

Profitabilitas mampu memediasi likuiditas terhadap kebijakan dividen. Dapat diartikan perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi, ditambah likuiditas yang lebih baik, maka semakin besar jumlah dividen yang dibagikan. Pada perusahaan yang menggunakan dana untuk investasi lebih banyak akan menyebabkan dana untuk pembayaran dividen berkurang, namun likuiditas yang lebih baik mampu memperlemah hal tersebut karena saat itu perusahaan dapat menunda pembayaran hutang jangka pendeknya.

Saran

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan tambahan bukti empiris pada variable yang diteliti. Penelitian ini masih memiliki banyak kekurangan sehingga berikut adalah saran yang diajukan penulis yaitu sebagai berikut. Bagi perusahaan, diharapkan meningkatkan profitabilitas yang berpengaruh langsung terhadap kebijakan dividen dan likuiditas yang secara tidak langsung berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Untuk peneliti selanjutnya dapat mengembangkan penelitian dengan mengidentifikasi variable lain yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen, seperti kesempatan investasi, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan dan nilai perusahaan.

REFERENSI

- Ahmad, Gatot Nazir., dan Wardani, Vina Kusuma. 2014. The Effect Of Fundamental Factor To Dividend Policy: Evidence In Indonesia Stock Exchange. *International Journal Of Business And Commerce*, 4(2): 14-25
- Ahmed, Ibrahim Elsiddig. 2015. Likuidity, Profitability and the Dividends Payout Policy. *World Review of Business Research*, 5(2): 73-85
- Anvari, Ebrahim., dan Askari, Seyed Mohamad. 2015. Analysis the most effective factors on the policy of share dividends in the Tehran Stock Exchange companies. *WALIA journal*, 31(4): 211-215
- Alkhatib, Khalid. 2012. The Determinants of *Leverage* of Listed Companies. *International Journal of Business and Social Science*, 3(24): 78-83
- AlGhusin, Nawaf Ahmad Salem. 2015. The Impact of Financial *Leverage*, Growth, and Size on Profitability of Jordanian Industrial Listed Companies. *Research Journal of Finance and Accounting* , 6(16): 86-93
- Alshatti, Ali Sulieman. 2015. The Effect of the Likuidity Management on Profitability in the Jordanian Commercial Banks. *International Journal of Business and Management*; 10(1): 62-71

- Asif, Aasia., Rasool, Waqas., dan Kamal, Yasir. 2011. Impact of financial *Leverage* on dividend policy: Empirical evidence from Karachi Stock Exchange-listed companies. *African Journal of Business Management* , 5(4), 1312-1324
- Brigham & Houston. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* Edisi 10. Jakarta: Salemba 4
- Dewi, Dian Masita. 2016. Pengaruh Likuiditas, Leverage, Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Profitabilitas sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi (Jbe)*, 23(01): 12 – 19
- Ehiedu, Victor Chukwunweike. 2014. The Impact of Likuidity on Profitability of Some Selected Companies: The Financial Statement Analysis (FSA) Approach. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(5): 81-90
- Elmi, Mohamed Ali., and Muturi, Willy Mwangi. 2016. Effects Of Profitability On Dividend Payout By Commercial And Services Firms Listed In The Nairobi Securities Exchange. *European Journal Of Business And Social Sciences*, 5(02):160 – 167.
- Enekwe, Chinedu Innocent., Agu, Charles Ikechukwu., and Eziedo, Kenneth Nnagbogu. 2014. The Effect of Financial *Leverage* on Financial Performance: Evidence of Quoted Pharmaceutical Companies in Nigeria. *IOSR Journal of Economics and Finance*, 5(3): 17-25
- Fitri, Rembulan Rahmadia., Hosen, Muhamad Nadrattuzaman., Muhari, Syafaat. 2016. Analysis of Factors that Impact Dividend Payout Ratio on Listed Companies at Jakarta Islamic Index. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 6(2): 87–97
- Hantono. 2015. Pengaruh Current Ratio dan Debt To Equity Ratio terhadap Profitabilitas pada Perusahaan Manufaktur Sektor Logam Dan Sejenisnya Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2009 – 2013. *Jurnal Wira Ekonomi Mikroskil*, 5(01): 21-30
- Husnan, Suad., dan Pudjiastuti, Enny. 2010. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* Edisi 6. Yogyakarta: UPP STIM YKPN
- Khan, Rizwan Ali & Ali, Mutahhar. 2016. Impact of Likuidity on Profitability of Commercial Banks in Pakistan: An Analysis on Banking Sector in Pakistan. *Global Journal of Management and Business Research Finance*, 16(1): 52-60
- Kuzucu, Narman. 2015. Determinants of Dividend Policy: A Panel Data Analysis for Turkish Listed Firms. *International Journal of Business and Management*; 10(11): 149-160
- Osegbue, Ifeanyi Francis., Ifurueze, Meshack., Ifurueze, Priscillia. (2014). An Analysis Of The Relationship Between Dividend Payment And Corporate

Performance Of Nigerian Banks. *Global Business and Economics Research Journal*, 3(2): 75-95

Odawo, C. Jomo., dan Ntoiti J., Jomo. 2015. Determinants Of Dividend Payout Policy In Public Ltd Banks In Kenya: A Case Study Of Cfc Stanbic Bank. *The Strategic Business & Change Journals Of Management*. 2 (54): 182-191

Sarmiento, Jelmio Da Costa., & Dana, Made. 2016. Pengaruh Return On Equity, Current Ratio, Dan Earning Per Share Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Keuangan. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 5(7): 4224-4252

Sartono, Agus. 2009. *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi* (Edisi 4). Yogyakarta: BPF

Utama, Made Sunaya. 2014. *Aplikasi Analisa Kuantitatif*. Denpasar: Udayana University Press

Wiagustini, Ni Putu. 2010. *Pengantar Manajemen Keuangan*. Denpasar: Udayana University Press.